

Interview mit Stephan Kloess

Dr. Stephan Kloess ist Gründer von KRE KloessRealEstate. KRE fokussiert ausschliesslich auf die Anlageklasse Immobilien und berät institutionelle Anleger und Asset Manager in der Schweiz, Deutschland und Österreich.

«Stabile Ausschüttungsrendite ist wichtiger als Wertsteigerungen»

Die Nachfrage nach Renditeimmobilien und damit der Druck auf die Renditen wird weiter anhalten, zeigt sich Immobilienexperte Stephan Kloess im Interview überzeugt. Investoren sollten ihr Augenmerk auf die Stabilität von Management, Strategie und Ausschüttungsrenditen legen.

Herr Kloess, die Nachfrage nach Renditeimmobilien ist in den letzten Jahren vor allem von institutioneller Seite ständig angestiegen. Hält dieser Trend weiter an?

Dr. Stephan Kloess: Aus meiner Sicht ganz klar ja. Insgesamt wird die hohe Nachfrage anhalten und vielleicht sogar noch weiter steigen, weil die Zinsen kurz- bis mittelfristig tief bleiben werden. Niemand hat derzeit Interesse an steigenden Zinsen. Das bedeutet, der Anlagenotstand in der Asset Allokation für institutionelle Investoren bleibt bestehen. Obligationen sind im «Investment Grade»-Bereich nicht sonderlich attraktiv, da Investoren hier mindere Schuldnerqualitäten in Kauf nehmen müssten. Das wiederum steigert die Attraktivität der Anlageklasse Immobilien zusätzlich – und das nicht nur für inländische institutionelle Investoren, sondern genauso für internationale Investoren, die aktuell nur so nach Europa strömen.

Darüber hinaus liegt der Grund für eine kontinuierlich hohe Nachfrage in dem historisch hohen Spread von ca. 3,6 % zwischen der 10-jährigen Bundesobligation und den Anfangsrenditen bei Immobilien. Durchschnittlich wird von 2 % ausgegangen, womit deutlich wird, dass hier – gerade bei Mehrfamilienhäusern – noch Luft in den Preisen nach oben ist.

Die Schweizer börsenkotierten Fonds und Immobiliengesellschaften haben allein im ersten Halbjahr 2015 über eine Milliarde Neugeld aufgenommen. Der Druck auf die Renditen wird also eher zunehmen?

Ja, der Druck kann und wird noch weiter zunehmen. Wahrscheinlich werden weitere neue Immobiliengefässe auf den Markt drängen und «altbewährte» erneute Kapitalerhöhungen vornehmen. Das wird jedoch nicht in allen Sektoren und Regionen des Immobilienanlagemarktes der Fall sein. Womöglich fangen einige Investoren damit an, attraktive Renditeniveaus neu zu definieren. Seit 2009 wird vom «Gespenst der Zinserhöhung» gesprochen. Begegnet ist es uns aber bis heute noch nicht. Viel mehr beunruhigt mich das Auseinanderfallen der sinkenden Verzinsungsansprüche der Investoren bei gleichzeitigen Gefahren auf der Nachfrageseite und bei der Stabilität der Miethöhen.

Investoren in Immobilienfonds sind langfristig sehr gut gefahren. Die Bewertungen sind aber auf hohe Niveaus gestiegen, was sich in den Agios spiegelt. Sind diese gerechtfertigt und wieso sind sie derart unterschiedlich?

Die Agios befinden sich nach den Schwankungen in den Jahren 2012 und 2013 wieder auf einem sehr hohen Niveau. Bereits 2010 haben Analysten vor den hohen Agios der Immobilienfonds gewarnt. Das suggeriert, dass es ein absolut zu hohes Niveau der Agios gibt. Selbstverständlich reflektiert das Agio auch Angebot und Nachfrage nach einem Titel. Unabhängig davon bin ich der Meinung, dass man eine relative Beurteilung bzw. Einordnung vornehmen müsste. Das langfristig gewichtete Mittel der Agios bewegt sich bei 16 %. Geht man davon aus, dass Schätzungsunterschiede schnell einmal 10 % ausmachen können, erfahren die Werte im positiven Fall eine erste Relativierung. Weiter könnte man die ausgewiesenen latenten Steuern auf den Nettoinventarwert addieren, da man bei den Fonds von einem Fortführungszenario ausgehen kann. Je nach Situation in den Fonds kommen die Agios folglich etwas herunter. Weiter reflektieren die Agios die Zinsstrukturkurven. Das heisst, wenn die kurz- und die langfristigen Zinsen steigen, sind die Agios zu hoch, da die höheren langfristigen Zinsen dazu führen werden, dass die in der Bewertung angewendeten Kapitalisierungssätze nach oben und damit die Werte der Immobilienportfolios nach unten korrigieren. Folglich würden auch die Agios sinken. Erhöht sich über die Steigerung der Zinsen der Referenzzinssatz um beispielsweise 0,25 %, erlaubt das eine Mietpreissteigerung von rund 3 %. Diese überträgt sich binnen 18 bis 24 Monaten über den Ertrag auf den NAV des Portfolios; Die Agios erfahren Unterstützung. Unabhängig davon sollte sich der Investor in jedem Einzelfall fragen, ob und wodurch das hohe Agio gerechtfertigt ist.

Im Vergleich zu Direktinvestitionen ist noch die höhere Liquidität zu erwähnen, die ihren Preis hat. Gehen wir – wie oben bereits erwähnt – von weiter anhaltenden tiefen Zinsen aus, ist das Segment für langfristig orientierte und auf Ausschüttungen fokussierte Anleger attraktiv. Das gewählte Instrument sollte allerdings überwiegend in stabilen Wohnimmobilien und in einem ausreichend grossen Portfolio investiert sein.

Der IMMOFONDS gehört mit 60 Jahren zu den ältesten Fonds im Markt. Welches sind die Vorteile eines langjährigen Bestandes?

So langjährig ist der Bestand nicht, wenn man sich das Portfolio anschaut. Rein rechnerisch ist bei einer durchschnittlichen Haltdauer von 29 Jahren die Hälfte im Portfolio neueren Datums. Zudem hat sich das Vermögen des Fonds in den letzten 15 Jahren mehr als verdoppelt. Aufbau und Erneuerung gehen sanft weiter. Vorteile liegen im langjährigen strategiekonformen Wachstum, in der Kenntnis der Objekte und ihrer Umgebungen. In der Erfahrung, wie gut die Organisation in der Einschätzung von lokalen Entwicklungen und Standorten war und ist, und damit im Aufbau sowie im Abrufen von Erfahrungswissen. Vorteile können auch in der Kompetenz liegen, ein Portfolio über die Zeit weiterzuentwickeln. Aus Anlegersicht ist ein nachvollziehbarer Track Record positiv, der sich über mehrere Zyklen erstreckt und transparent ist.



Und wo liegen die Herausforderungen?

Aktuelle Herausforderungen liegen im zielkonformen Wachstum und in der Weiterentwicklung der Portfoliostruktur. Das heisst, im Mut, das Portfolio strategiekonform zu bereinigen, weil es in jedem Portfolio Objekte gibt, die man sich viel besser im Portfolio eines anderen Investors vorstellen kann. Ebenso zählen Weiterentwicklung und folglich die Erneuerung des Bestandes anhand detaillierter Objektstrategien dazu. Darüber hinaus liegt eine weitere Herausforderung darin, der Versuchung zu widerstehen, Aufwertungen vorzunehmen, um die Benchmark zu schlagen.

Auf welche Qualitätsmerkmale eines Fonds sollten Investoren im heutigen Marktumfeld ihr Hauptaugenmerk richten?

Diese Frage ist schwierig zu beantworten, weil man die Zukunft nicht kennt und deshalb versucht ist, die in der Vergangenheit erfolgreichen Qualitätsmerkmale in die Zukunft zu übertragen. Lassen Sie es mich trotzdem wie folgt versuchen: Die Schweizer Immobilienfonds haben in den letzten 30 Jahren eine durchschnittliche Ausschüttungsrendite von 3 % und eine Gesamtpformance von 5 % erzielt. In den letzten Jahren haben die Fonds ihren langfristigen Durchschnitt übertraffen. Dies zum Teil durch Wertsteigerungen aufgrund höherer Bewertungen. Vor dem Hintergrund der aktuellen Situation ist der Sektor Wohnen – gewohnt wird immer – in einem attraktiven Preissegment, an mikroökonomisch stabilen Standorten, im Verhältnis zu anderen Segmenten stabiler. Ist das Management ebenfalls stabil und zeichnet es sich nachweislich durch die entsprechende Kompetenz aus, so ist die Wahrscheinlichkeit gross, dass der Fonds stabil bleibt. Nichtsdestotrotz wird ein solches Produkt aufgrund eventuell höherer Kapitalisierungssätze der Bewerter Wertkorrekturen hinnehmen müssen. Aus diesem Grund ist die stabile Ausschüttungsrendite wichtiger als die Wertsteigerung. Das ist bei auf Wohnen fokussierten Produkten aufgrund des Sektors und seiner Charakteristik vorgegeben und möglich.

Portfolios müssen sich an veränderte Märkte anpassen. Welche Strategien haben sich als erfolgreich erwiesen?

Welche Märkte meinen Sie? Auf die Nutzermärkte mit Sicherheit. Hier sind Demographie, gesellschaftliche Veränderungen, volkswirtschaftliche Rahmenbedingungen und Konjunktur massgebend. Diese Entwicklungen sollte ein Fonds «lesen» und strategisch umsetzen können. Zum anderen müssen Portfolios auf die Entwicklungen am Kapitalmarkt reagieren. Aktuell sind tiefe oder noch weiter sinkende Renditeansprüche zu beobachten. Diese machen den Einkauf von Land oder von Bestandsobjekten gerade besonders anspruchsvoll. Wenn die Fundamentaldaten Mietsteigerungen nicht oder nur in einem gewissen Rahmen hergeben, besteht die Gefahr des (zu) teuren Einkaufs. Hier bin ich überzeugt, dass die Portfoliomanager aufgefordert sind, diszipliniert vorzugehen und den spezifischen Investment Case detailliert auszuarbeiten.

Heute scheinen Fonds in Mode zu sein, die sich auf bestimmte Themen wie Hotellerie, Freizeitindustrie oder auf Nachhaltigkeit konzentrieren. Was ist davon zu halten?

Absolut betrachtet ist das weder gut noch schlecht. Mit der zunehmenden Reife und der wachsenden Anzahl von Fonds versuchen sie sich in ihren Inhalten zu differenzieren und Wettbewerbsvorteile geltend zu machen. Hier wird auf Spezialitäten gesetzt, die gesellschaftliche Trends abdecken wie beispielsweise Wohnen mit Service oder Nachhaltigkeit. Andere Möglichkeiten sind die Betonung eigener Managementleistungen oder die Heraushebung spezifischer Zugänge zu bestimmten Sektoren. Meines Erachtens ist wichtig zu beurteilen, ob ein Markt ausreichende Kapazität hat, um genügend grosse und attraktive Objekte hervorzubringen. Der IMMOFONDS ist mit 90 % klar auf den Sektor Wohnen fokussiert. Darüber hinaus engt er den Fokus noch auf das mittlere Preissegment ein: Eine fokussierte Strategie, die Trends wie Zuwanderung, Bevölkerungszunahme und Haushaltswachstum aufgreift und versucht, im Portfolio umzusetzen.

Welche Rolle spielen die Kosten, die sich in der Total Expense Ratio (TER) ablesen lassen und von Fonds zu Fonds stark variieren können?

Die TER spielt eine zunehmende Rolle für Investoren, da sie an ihr einfach und schnell ein Kostenniveau ablesen können. Die TER wird im Bereich Benchmarking herangezogen, meines Erachtens jedoch leicht überschätzt. Der IMMOFONDS befindet sich hier unter den fünf preiswertesten Fonds und ist so gesehen attraktiv. Keine Aussage wird von der TER jedoch über die Leistung des Fonds getroffen. Darüber hinaus sollte man die TER ins Verhältnis zur Grösse des Fonds setzen. Zudem umfasst die TER nicht alle anfallenden und für eine Beurteilung relevanten Kosten. Nicht in der TER enthalten sind zum Beispiel die Kosten für Kauf und Verkauf von Objekten oder die Gebühren, die durch Bautätigkeit generiert werden. Diese machen in der Regel 1 bis 2 % des Transaktionspreises bzw. 2 bis 3 % der Bausumme aus. Das alles macht eine Gesamtbeurteilung schwierig, da sie dynamisch ist und davon abhängt, wie viel ein Fonds gerade kauft oder saniert.

Welchen Anlagehorizont würden sie einem Immobilieninvestor empfehlen?

Es gibt keinen «goldenen» Anlagehorizont, da muss ich Sie leider enttäuschen. Meines Erachtens hängt das vom Risikoappetit des Investors ab. Zyklisch wäre jetzt ein guter Zeitpunkt, indirekte Immobilienanlagen in der Schweiz zu liquidieren, womit jedoch der Anlagenotstand der Investoren wieder steigt. Liegt der Fokus des Investors auf der Ausschüttung, so kann der Anlagehorizont ein durchaus sehr langer sein. Voraussetzung dafür ist, dass potentielle künftige Wertschwankungen vom Investor – respektive von seiner Bilanz – getragen werden können. Somit sollte ein Investor sich über seinen Anlagehorizont und die Gründe für diesen unbedingt bewusst sein.