

# «Markt ist stabiler und professioneller geworden»

**MITTWOCHSINTERVIEW** Hans R. Holdener, Gründer und Verwaltungsrat der Fondsgesellschaft Helvetica Property, sieht im Schweizer Immobilienmarkt mehr Chancen als Risiken.

**Herr Holdener, die Hausse auf dem Schweizer Immobilienmarkt dauert einige Jahre. Was spricht dafür, dass sie weitergeht?**

Der Schweizer Immobilienmarkt ist kerngesund. Im Vergleich von Performance, Baukosten oder auch Mietzins pro Quadratmeter steht die Schweiz im Vergleich mit ähnlichen Ländern in Europa sehr gut da. Mir gefällt auch, dass der Markt in den letzten Jahren viel professioneller geworden ist. Anders als etwa in Norwegen, wo ich auch Zeit verbringe, rechnen die Investoren genau, aber sie sind nicht bereit, in peripheren Regionen exorbitante Preise zu zahlen. Insgesamt ist der Markt viel stabiler als vor zwölf Jahren. Konjunktur und die – wenn auch etwas geringere – Zuwanderung sind weitere Marktstützen.

**Die aktuellen Marktpreise spiegeln den Anlagenotstand. Wie schätzen Sie die Gefahr ein, die aus Übertreibungen droht?**

Die professionellen Anleger haben ihre Immobilienquote in der Tat erhöht. Das erachte ich als sinnvoll, denn in der Vergangenheit waren sie unterinvestiert in dem Sektor. Heute bewegen sie sich auf dem komplexen Markt umsichtig. Das gibt mir Vertrauen. Eine Reduktion der Immobilienquote ist nicht notwendig.

**Marktteilnehmer sind heute bereit, Immobilien mit 2% Nettorendite zu kaufen. Läuten da bei Ihnen die Alarmglocken?**

2006 und 2007 galten auf dem Profimarkt 80% Fremdfinanzierung als vernünftig. Heute gelten 40 oder 50% Eigenkapital als vernünftig. Das heisst, das Risiko ist gesunken. Wird diese Eigenkapitalquote berücksichtigt, geht auch der Kauf eines Objekts mit 2% Nettorendite in Ordnung. Mit Helvetica gehen wir nicht über 50% Fremdfinanzierung und orientieren uns an einer Ausschüttungsrendite von 3 bis 4%.

**Mit Hypothekarzinsen zwischen null und 1% sind die Finanzierungskosten niedrig. Bringt das billige Geld die falschen Leute in den Markt?**

Die Konkurrenz ist grösser geworden, das ist richtig. Aber auch die Vorsicht der Marktteilnehmer hat zugenommen. Gestresste Deals wie vor der Finanzkrise gibt es nicht mehr, was die Situation entlastet. Dennoch ist klar, dass nicht alle Akteure, vor allem die nicht professionellen, den nächsten Abschwung überstehen werden.

**Hat die Risikobereitschaft der Marktteilnehmer wirklich abgenommen, wenn Sie an die hohen Transaktionspreise und den Bauboom in Randregionen denken?**

In den Zentrumsregionen Basel, Genf, Lausanne, Zürich sind die Preise speziell für Büroimmobilien markant gestiegen. Ich sehe dennoch keine Übertreibung, lagen die Spitzenmieten pro Quadratmeter in den Peakjahren doch um einiges höher. 1200 Fr. pro Quadratmeter werden heute nicht gezahlt. In Stockholm, um den Vergleich mit Skandinavien fortzusetzen, sind solche Mieten an der Tagesordnung.

**Und die Situation in den Randregionen?**

Dort ist der Renditedruck weniger ausgeprägt. Investments mit 5 bis 6% Rendite sind möglich. Wir haben jüngst in Thun ein Bürohaus zu rund 8,5% Rendite gekauft.

**Das heisst, Sie sehen gute Anlagechancen?**

Wir prüfen für unsere vier Fonds jährlich Immobilien im Wert von 20 Mrd. Fr. In mehr als 95% der Fälle sagen wir Nein, weil unsere Kaufkriterien nicht erfüllt werden.

**Eine beachtliche Summe. Ist das Angebot wirklich gewachsen, oder liegt dahinter einzig die Preissteigerung?**

Das Angebot ist grösser geworden. Was sich ebenfalls herauskristallisiert hat, sind grössere Unterschiede in den Vorstellungen von Käufern und Verkäufern.

**Wenn Sie die Kaufgelegenheiten nach Segmenten beurteilen, wo greifen Sie zu? Büro, Gewerbe auch Retailflächen. Und das eher in den Regionen, nicht in den Zentren. Mittelland, Innerschweiz und**



«Bei vernünftiger Eigenkapitaldeckung ist ein Kauf zu 2% Nettorendite in Ordnung.»

Ostschweiz sind spannend. Mit einer konservativen Belehnung sind Anlagen in der Peripherie sinnvoll. Prime-Anlagen in Innenstädten brauchen einen langfristigen Horizont, vierzig Jahre geben eine gute Berechnungsbasis.

**Logistikimmobilien, Microliving – Kleinstwohnungen – und Coworking stehen hoch im Kurs. Sind das Themen für Helvetica?**

Für Coworking kann ich mich nicht so richtig erwärmen. Die Rechnung zwischen langfristigen Verbindlichkeiten und kurzfristiger Flexibilität geht für mich nicht auf. Coworking betrachte ich als Nische, die völlig overhyped ist. Bei Microliving frage ich mich, ob die Schweizer Städte das Volumen dazu hergeben. Logistik dagegen ist ein spannender Sektor, in den wir investieren. Das Segment wurde lange vernachlässigt und bietet Chancen. Das Angebot ist aber begrenzt.

**«Die Prämien sind hoch. Aber im Vergleich mit Immobilienaktien sind Fonds aktuell zu günstig.»**

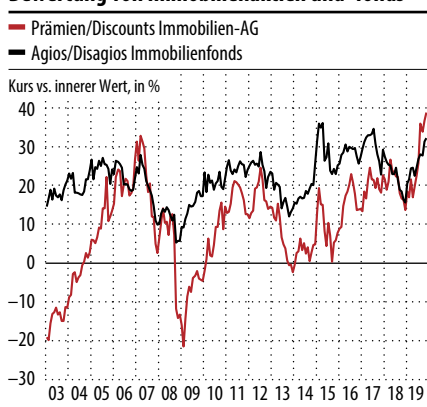
**Lange waren Wohnimmobilien gefragt, was sich mit dem steigenden Leerstand geändert hat. Wie beurteilen Sie die Situation?**

Viele drängen in Städte wie Zürich, die ihre Attraktivität im letzten Jahrzehnt gesteigert haben. Das Angebot konnte nicht mit der Nachfrage mithalten, was die Mieten verteuert hat. Wohnimmobilien in der Region werden dennoch gefragt sein. Dafür sorgt der Föderalismus: Welcher St. Galler möchte in Zürich wohnen? Helvetica Property hat soeben zwei Portfolios mit vierzehn Wohnliegenschaften erworben, Rendite 4,8%, Finanzierungskosten nahezu bei null.

**Und der Leerstand?**

Ein Leerstand von 2% ist für mich nichts. Auch 3 oder 4% leerstehende Büros kann eine Region wie Zürich verkraften. Leer-

**Bewertung von Immobilienaktien und -fonds**



stand bringt auch Dynamik und erhält den Markt lebendig.

**Die Stimmberechtigten entscheiden im Februar über die Initiative für vergünstigten Wohnraum. Die Folgen eines Ja?**

Vorab dies: In Zürich zahlen Sie vielleicht 1000 Fr. für eine Einzimmerwohnung, in Tokio sind es 3000 Fr., in New York ebenso. Ist Zürich also teuer? Nein. Die Stadt ist zu attraktiv geworden. Nicht zuletzt dank den linken Parteien. Grundsätzlich funktioniert der Schweizer Immobilienmarkt mit dem bestehenden Regulativ gut. Zusätzliche Regulierungen bergen Gefahren. Was bringt der politische Eingriff in Berlin? Es wird kaum mehr gebaut. Das müssen wir in der Schweiz vermeiden. Unser Land hat eine enorme Anziehungskraft, der Wachstumspfad ist vorgezeichnet.

**Im Dezember hat die Finanzmarktaufsicht vor den Gefahren am Hypothekarmarkt gewarnt. Teilen Sie ihre Ansicht?**

Die Finma hat sich politisch korrekt verhalten, weil es okay ist, wenn ein Regulator sich äussert. Inhaltlich bin ich anderer Meinung. Die Fremdfinanzierung kotierter Immobilienfonds beträgt im Schnitt 20%. Die Marktgrösse der kotierten Immobilienfonds und -gesellschaften beläuft sich auf 60 bis 70 Mrd. Fr. Rechnen wir die schuldenfreien Liegenschaften von SBB und öffentlicher Hand dazu, kann die Verschuldung kaum mehr als 10% betragen. Wo liegt denn das Problem? Riskant finanziertes Wohneigentum macht einen Bruchteil davon aus. Kann da etwas schiefgehen? Der finanzielle Spielraum für den Immobilienmarkt ist gross.

**Der Immobilienmarkt hat in den letzten fünf Jahren vom Niedrigzinsumfeld profitiert. Eine Anpassung wird kommen. Was ist Ihr Zinsszenario?**

Einen steilen Anstieg auf 4% in den nächsten fünf Jahren erwarte ich nicht. Es würde mich aber nicht überraschen, wenn die Schweiz rascher als erwartet aus den Negativzinsen herauskäme. In zwei oder drei Jahren dürfte es so weit sein. Die neue EZB-Chefin Christine Lagarde argumentiert anders als ihr Vorgänger.

**Ein Zinsanstieg in jeder Form hätte Folgen für den Immobilienmarkt. Was würde ein rascher Anstieg bringen?**

Die Bewertungen werden korrigieren; in welchem Mass, kann ich nicht vorhersagen. Eine zu erwartende Überreaktion dürfte von einer Gegenbewegung abgelöst werden, ist doch eine Zinserhöhung auch Ausdruck einer gut laufenden Konjunktur.

**Werfen wir einen Blick auf die Bewertung indirekter Immobilienanlagen: Aktien und Fonds verkehren mit einer satten Prämie zum inneren Wert. Ein grosses Risiko.**

Ich sehe das Bewertungsrisiko vor allem bei den Immobilienaktien. In guten Zeiten werden sie von den Investoren als Immobilien wahrgenommen, in schlechten Zeiten als Aktien. Das heisst, die Rückschlaggefahr besteht zweifach: wenn der Immobilienmarkt korrigiert und wenn die Aktienkurse fallen. Im Vergleich mit Immobilien sind Fonds aktuell zu günstig.

**Aber auch die Fondsprämien liegen weit über dem langjährigen Mittel.**

Der Fondsmarkt funktioniert seit Jahrzehnten und ist sehr durchdacht in der Struktur und der Organisation. Für mich sind Immobilienfonds eine Kaufgelegenheit. Ich sehe keine strukturelle Überbewertung. Was besteht, ist ein kleines Zinsänderungsrisiko. Was die Helvetica-Fonds betrifft, spürten wir 2019 eine rege Nachfrage. Das zeigt mir, dass die Bewertung der Portfolios korrekt ist.

**Privatanlegern, die indirekt in Immobilien investieren wollen, raten Sie also zu Fonds? Ganz klar. Die Agios auf den Aktien sind meines Erachtens hoch. Auch die geringere Volatilität spricht für Fonds.**

INTERVIEW: WOLFGANG GAMMA

## Markttechnik

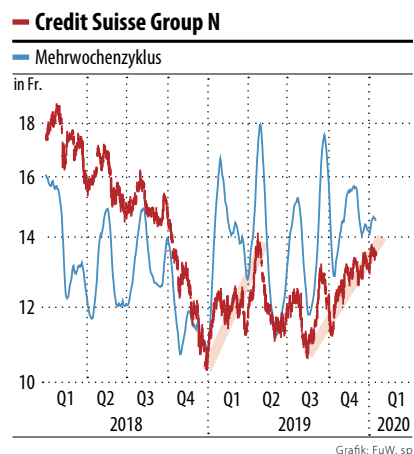
### Credit Suisse Group und Sonova

Es ist logisch, dass jene Investoren, die jetzt ihr Portfolio hochfahren, nicht vom selben Schrot sind wie jene, die das vor zwölf, dreizehn oder vierzehn Monaten getan haben. Mir scheint auch die Überlegung wichtig, dass ja bei jedem Börsenabschluss zwei Parteien involviert sind. Interessant ist nicht nur, wer Aktien kauft, sondern ebenso, wer die Bedürfnisse des Käufers stillt. Jede Anwendergruppe hinterlässt bei ihren Handlungen typische Spuren.

Seit dem Tief vor dreizehn Monaten ist die Aktie von Credit Suisse Group 30% gestiegen. In dieser Zeit sind viele Studien und Artikel zur Aktie erschienen, die sich mit dem Umfeld der Firma befassen. Nur wenige haben sich mit der Preisentwicklung beschäftigt, um die es letztlich in den meisten Fällen geht, und für die man sich mit Angebot und Nachfrage der Aktie befassen müsste. Das ist eine trockene Materie und überhaupt nicht spannend, nur effizient.

#### In einer Erholung

CS Group befinden sich vor einer gut sichtbaren Widerstandslinie. Wenn diese durchbrochen wird, soll man die Aktie dann kaufen? Aus meiner Sicht ist die Widerstandslinie für diese Entscheidung irrelevant. Der ganze Kursanstieg der vergangenen dreizehn Monate zeigt nämlich Konturen und Haptik einer typischerweise zweistufig verlaufenden Erholung. Aus den Strukturen dieser Erholung lässt sich auch ermitteln, dass der Anstieg ungefähr bis 14.30 Fr. führen müsste. Das wären im Idealfall noch etwa 6%. Um diese zu realisieren, müsste man die Aktie nun kaufen, eben



30% über dem Dreijahrestief und in der letzten Hälfte des dritten Drittels einer mutmasslichen Erholung. Ein Investor darf kurzfristige Motive haben.

#### Wenig Freiraum

Die Aktie von Sonova läuft seitwärts. Normalerweise werden solche flaggenförmigen Strukturen nach der benötigten Reifezeit in Richtung der vorhergehenden Trendrichtung aufgelöst. In diesem Fall würde der Aktienkurs wieder steigen, in Richtung 250/255 Fr. Soweit die pure Analyse, die aber keine Handlungsanleitung ist, weil sie die Entwicklung des Gesamtmarkts und die Möglichkeiten und Präferenzen des Investors noch unberücksichtigt lässt.

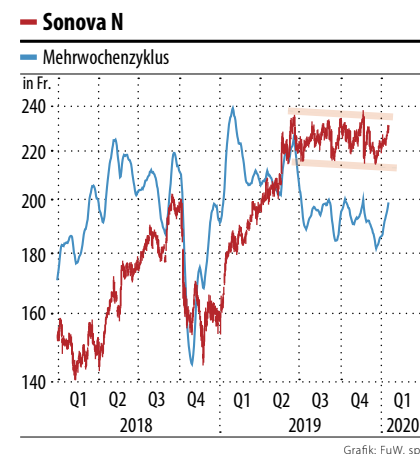
An diesem Punkt ist in Erinnerung zu rufen, dass Charles Dow 1884 den ersten US-Börsenindex entwickelte, nachdem er bei den einzelnen Aktien einen Gleichlauf beobachtet hatte. Charles Dow war auch einer der Begründer der modernen Markttechnik.

Die Aktie von Sonova wird die Seitwärtskonsolidierung nur dann nach oben verlassen, wenn ihr der Gesamtmarkt diesen Freiraum lässt. Doch dieser wird seit Anfang Dezember kleiner.

Ob unter diesen Vorzeichen der Einstieg in Sonova sich noch lohnt, muss jeder Investor selbst entscheiden. Gute Kaufzeitpunkte gab es im letzten Jahr zweimal, zu Anfang des Jahres und Mitte August. Dieses Jahr werden sie zeitlich anders angesetzt sein.

ROLAND VOGT [LinkedIn.com/in/rovogt](https://www.linkedin.com/in/rovogt)

Die Meinung des Autors muss nicht mit jener der Redaktion übereinstimmen.



## Meinungen zur Börsenlage

### Sika und Logitech

Seit zwei Jahren ist der Handelskonflikt das Hauptthema in Anlegerkreisen. Nun streichen die USA China von der Liste der Währungsmanipulatoren, und das Teilabkommen verpflichtet China, mehr US-Agrargüter zu importieren, wogegen die USA auf neue Strafzölle verzichten. Trotzdem gibt es keinerlei Anlass zur Euphorie, denn das Gros an Strafzöllen bleibt bestehen, und der Ausgang des Konflikts ist unberechenbar. Wir erwarten steigende Volatilität. Umso wichtiger ist es, auf ein robustes Portfolio zurückzugreifen zu können. Relevant ist der Mix aus Kern- sowie Satellitenanlagen. Bei den Kernanlagen sind etwa Roche, Sika sowie der deutsche Immobilienkonzern Vonovia zu favorisieren. Logitech und STMicroelectronics sind attraktive Satellitenanlagen. Letztere profitieren von langfristigen Trends wie autonomes Fahren und Elektromobilität. **ACREVIS BANK**

### Partners Group

«Tina» – there is no alternative. Dieses Thema beschäftigt alle Anleger. Überspitzt lässt sich das Umfeld so zusammenfassen: Auf der Obligationenseite blicken Investoren ratlos auf ein Zinsniveau, das kaum positive Renditen zulässt. Der Aktienmarkt hat sich in den Augen vieler Marktteilnehmer im letzten Jahr selbst überholt, und Immobilienpreise grenzen an Übertreibungen. So rücken alternative Anlagen in den Fokus. Eine Aktie, die davon profitieren

kann, ist die der Partners Group. Wie die Eckdaten zum vergangenen Geschäftsjahr des Schweizer Spezialisten für Private Equity, Private Real Estate, Private Infrastructure und Private Debt aufzeigen, gelingt es ihm, weiterhin hohes Kundeninteresse zu verbuchen und frisches Geld anzuziehen. «Tina» wird also dafür sorgen, dass die Aktie von Partners Group das positive Momentum beibehält und auch in Zukunft eine attraktive Anlagemöglichkeit darstellt. **BASELSTADTLICHE KB**

### Schwellenländer

Vieles deutet darauf hin, dass die langjährige Durststrecke der Schwellenländeraktien bald vorbei sein könnte. Die Gesamtrendite über die letzten zehn Jahre von 40% in Dollar ist gegenüber dem Weltaktienindex (+150%) ernüchternd. Nun hat sich das Umfeld aufgehellt. Einerseits profitieren die Emerging Markets von der Entspannung im Handelsstreit, andererseits sorgt die letzte Jahr wieder aufgenommene expansive Geldpolitik der US-Notenbank dafür, dass sich das Wirtschaftswachstum nicht nur global, sondern auch in den Schwellenländern erholen dürfte. Der schwächere Dollar führt dort zudem zu attraktiveren Finanzierungsbedingungen. Auch aus fundamentaler Sicht erachten wir Schwellenländeraktien als interessant. Die Bewertungen – gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis oder am Kurs-Buchwert-Verhältnis – sind im Vergleich zu globalen Aktien attraktiv. Wir haben unser Engagement aufgestockt. **PRIVATBANK VON GRAFFENRIED**