

# In Szenarien denken

**Investmentmärkte** – Die momentane Situation an vielen Immobilienmärkten und ihre Auswirkungen auf Portfolios ist schwer einzuschätzen. Eine aktuelle Studie kommt zum Ergebnis: Bei Immobilienanlagen wird die Unterscheidungsfähigkeit zunehmend wichtiger.

Von Bruno Kurz, Wincasa, und Stephan Kloess, KRE KloessRealEstate

Attraktive Renditen in den herkömmlichen Assetklassen zu erzielen, um interne oder regulatorische Anforderungen an Mindestverzinsungen zu erzielen, wird zunehmend schwieriger. In der Folge steigen die Immobilienquoten bei institutionellen Investoren national wie international weiter an. Damit verbunden sind Chancen, aber auch Gefahren, und um diese zu verstehen, gilt es, die Treiber der Immobilienmärkte sowie Nutzer- und Investorenmärkte zu betrachten. Tatsache ist, dass das Angebot auf den Immobilienmärkten unelastisch, die Nachfrage hingegen elastisch ist. Dies führt auf der Angebotsseite zu langen Entwicklungszeiträumen für neue Flächen. Diese unterschiedlichen Elastizitäten wiederum führen zu den bekannten Zyklen und Volatilitäten der Immobilienmärkte.

Der Nutzermarkt und damit die Nachfrage nach Quadratmetern werden u.a. von der Entwicklung der nationalen, regionalen oder lokalen Wirtschaft determiniert. Weiter treiben Zuwanderung, Geburten-

und Scheidungsraten, Einkommen und Vermögen sowie die Mobilität der Haushalte die Nachfrage nach Wohnraum. Die Kaufkraft, das durchschnittliche Einkommen, die Entwicklung der Bevölkerung sowie das vorherrschende Flächenangebot sind bestimmend für die Nachfrage nach Retailflächen. Im Falle eines unelastischen Angebots treibt eine steigende Nachfrage den Preis der Mieten nach oben. Diese sind neben dem eigenen Verzinsungsanspruch Grundlage für die Investoren bei der Bestimmung des Immobilienwertes.

Für den Wert ist die Beurteilung der künftigen volkswirtschaftlichen Entwicklung deshalb wesentlich: Ist stetiges Wachstum, Stagnation oder gar Schrumpfung zu erwarten? Ein aktueller Blick auf mögliche Entwicklungen in Europa zeigt, dass sich die für die Immobilien so wichtigen volkswirtschaftlichen Einflussfaktoren durchaus in eine andere als die gewünschte Richtung bewegen können. Dies sollten Investoren bei der Beurtei-

lung von Flächenangeboten und Mietpotenzialen jederzeit im Kopf behalten.

## Assetinflation birgt Gefahren

Die Nachfrage nach Immobilienanlagen wird zum einen durch die relative Attraktivität zu anderen Assetklassen getrieben, zum anderen von den Verzinsungsansprüchen der Investoren. In vielen Märkten sind die Spreads zwischen 10-jährigen Staatsanleihen und den «bezahlten» Anfangsrenditen am Markt auf einem historischen Hoch, aktuell bei ca. 360 Basispunkten (bp). Das Preisdelta – das historisch (langfristiger Durchschnitt) bei ca. 200 bp liegt – treibt die Preise weiter an. Investoren sind gerade im Mehrfamilienhaussektor bereit, mit weiter sinkenden Verzinsungsansprüchen und damit steigenden Preisen zu kalkulieren – und werden somit dazu verleitet, die fundamentalen Daten der Nutzermärkte zu vernachlässigen.

Somit besteht die Gefahr, dass sich Investoren- von den Nutzermärkten abkoppeln, was im Ergebnis zu der in einigen Märkten bereits zu beobachtenden Assetinflation führt. Es findet eine Abtrennung der Preisentwicklung von den für die Beurteilung der nachhaltigen Renditen bei Immobilien so wichtigen fundamentalen Faktoren statt. Den aufgrund dieser Gemengelage zu erwartenden Herausforderungen können Investoren nur durch eine grössere «Nähe zur Immobilie» begegnen; weiter durch die Beobachtung der Spreads und die genaue Analyse regionaler Märkte sowie der an Realitäten orientierten Zielgruppendefinition des Produktes «Wohnen».

ANZEIGE

**GESUCHT:** Immobilien in urbaner Lage zur langfristigen Anlage.

Anlageprofil: [www.hig/gesucht](http://www.hig/gesucht)

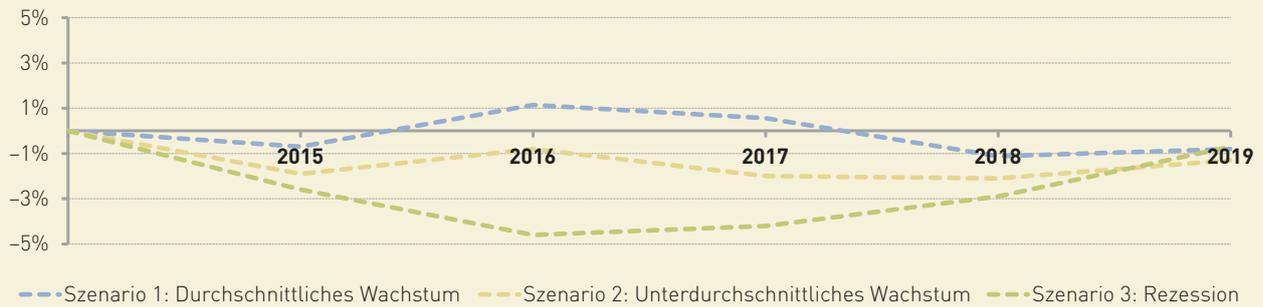


**HIG**

Immobilien  
Anlage  
Stiftung

Kontakt: HIG Asset Management AG  
Löwenstrasse 25 · 8001 Zürich · [info@hig.ch](mailto:info@hig.ch)

ABBILDUNG 1



Die nachhaltigen Werttreiber der Immobilie kommen aus dem Nutzermarkt. Die sich ändernden Verzinsungsansprüche der Investoren sind objektspezifisch. Unspezifisch sind auch die gesunkenen Basiszinssätze der Bewerter. Viele der Bewerter haben ihre Ausgangszinssätze gesenkt. Dies wegen der gesunkenen und unter Umständen weiter sinkenden Zinsstrukturkurve. Es ist methodisch erklärbar, warum ein Objekt teurer wird, wenn der Basiszinssatz gesenkt wird. Mit den Fundamentaldaten des zugrundeliegenden Objektes hat das jedoch nicht viel zu tun. Wie lange so ein Zyklus, wie wir ihn jetzt erleben dauert, wissen wir alle nicht. Bewertungen haben ein «Verfallsdatum», da sich Markt und Zyklus ändern können.

### Komplexe Herausforderungen

Wenn, wie gerade angenommen, die Preise und Werte von Immobilien weiter steigen, erhöht sich grundsätzlich das Rückschlagrisiko des Wertes. Dies umso mehr,

wenn die Fundamentaldaten – als die wesentlichen Werttreiber – vernachlässigt werden. Für Immobilieneigentümer ist es in der heutigen Zeit essentiell, ihren Portfoliowert nachhaltig zu stützen, indem sie die Werttreiber des Nutzermarktes aktiv bearbeiten. Zu den Werttreibern gehören die wichtigen Positionen auf Ertrags- und Kostenseite einer Liegenschaftserfolgsrechnung. Dazu gehört beispielweise der Mietzins ertrag. Seine Einflussfaktoren sind der Referenzzinssatz für bestehende Mieten, der Marktmietzins bei Neuvermietung sowie der Leerstand auf dem Bestandsportfolio. Der Referenzzinssatz befindet sich aktuell auf einem historischen Tief bei 1,75 Prozent. Durch die Absenkung um 25 bp haben Mieter einen Anspruch auf eine Mietzinsreduktion von circa drei Prozent. In der Regel verlangen rund 30 Prozent der Mieter, Tendenz steigend, eine solche Reduktion, was in Summe einen Mietzinsrückgang von einem Prozent des jährlichen Mietzins ertrages ausmacht. Sollte über die vergangenen Jahre noch

keine Mietzinsreduktion erfolgt sein, erhöht sich der Mietzinsrückgang auf bis zu neun Prozent. Der Mietzins ist bei Neuvermietungen wesentlich freier bestimmbar, denn er richtet sich in einem gewöhnlichen Marktumfeld nach dem Angebot sowie der Nachfrage, also der Entwicklung der Bevölkerung sowie der Kaufkraft.

Erschwerend kommt hinzu: die Hypothekenzinsen sind aktuell so tief, dass sich viele Mieter überlegen, Eigentum zu erwerben. Dadurch wird derzeit in bestimmten Mietzinssegmenten die Miete vom Eigentum konkurrenziert. Somit wird ein Teil der Nachfrage umgeleitet, womit die Vermietung in diesen Segmenten schwieriger wird. In der Schweiz ist der Leerstand der Mietwohnungen bei landesweit geringen 1,6 Prozent (Wüest & Partner, 2014), was umgerechnet einem Leerstand von circa einer Woche pro Jahr entspricht. Diese Zahl ist, wahrscheinlich aufgrund der Tatsache, dass Mieter beim Wohnungswechsel die bestehende Miete und die Neumiete für eine Übergangszeit selbst tragen,

ANZEIGE

## BÜROS ZUM ABHEBEN



## GESCHÄFTSHAUS LILIENTHAL in Glattpark Zürich

500 bis 12 000 m<sup>2</sup> Büros

Topmodern und neu ausgebaut

Optimale Anbindung an Stadt  
und Flughafen

Minergie-zertifiziert

Ab sofort

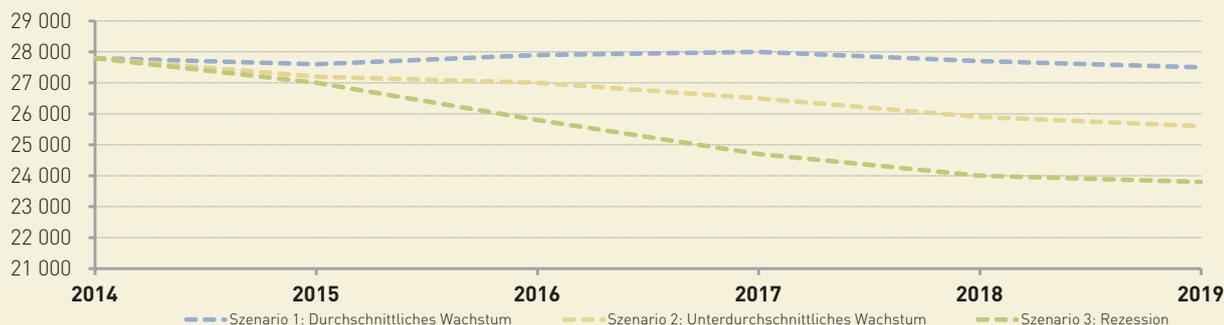
T +41 44 388 58 76

An independently owned and  
operated member of the  
**CUSHMAN &  
WAKEFIELD**  
ALLIANCE

**SPG**  
**INTERCITY** COMMERCIAL  
PROPERTY  
CONSULTANTS

ZÜRICH BASEL GENEVA LAUSANNE [www.spgintercity.ch](http://www.spgintercity.ch)

ABBILDUNG 2



leicht verfälscht. Hinzu kommt, dass in den 1,6 Prozent nur Wohnungen enthalten sind, die zu einem Stichtag online erfasst waren, was bedeutet, dass der Leerstand eigentlich wesentlich höher ist. Somit liegen die tatsächlichen Leerstandsquoten wahrscheinlich beim Zwei- bis Dreifachen. Ebenso lassen sich die Einflussfaktoren auf der Kostenseite der Liegenschaftserfolgsrechnung beeinflussen. Werttreiber hier sind der laufende sowie der ausserordentliche Unterhalt. Also Instandhaltung und -setzung. Doch wann ist der geeignete Zeitpunkt, ein Objekt durch eine Sanierung einem neuen Lebenszyklus zuzuführen? Wann ist der Zeitpunkt gekommen, durch die Sanierung ein neues Produkt «Wohnen» unter Umständen auch für ein anderes Zielsegment zu erstellen?

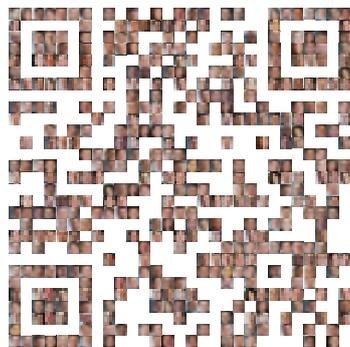
### Aufschlussreich: Szenarien auf Portfolio- und Objektebene

Die Ableitung von Massnahmen für ein Portfolio oder ein Objekt aufgrund der künftigen wirtschaftlichen oder immobilienmarktspezifischen Entwicklungen können sinnvoll über die Betrachtung von Szenarien gelöst werden. Dies haben die Autoren der Studie für ein fiktives schweizweit verteiltes Portfolio von ca. 650 Millionen CHF, welches zu ca. 85 Prozent aus Wohnen besteht durchgeführt. Ziel war es, die Sensitivität des Portfolios auf die Entwicklungen der Einflussfaktoren auf Wert und Ertrag herauszufinden. In den Szenarien wurde von einem in den nächsten Jahren durchschnittlichen und einem unterdurchschnittlichen Wachstum sowie einem Szenario «sinkende Preise & Ein-

kommen» ausgegangen. Auch wenn die einzelnen Szenarien in ihrer Ausprägung nicht populär sind, liegt es in der Verantwortung institutioneller Immobilieneigentümer, diese Art von Betrachtungen unbedingt durchzuführen.

Die Herleitung des Diskontsatzes besteht aus drei wesentlichen Komponenten: Dem Basiszinssatz, einer Illiquiditätsprämie und der Abbildung des immobilienwirtschaftlichen Risikos. Die Anpassung der Diskontsätze wurde über den Basiszinssatz gelöst, da die Auswirkungen auf das gesamte Portfolio simuliert werden sollten. Die Abbildung der Auswirkungen auf die Ertrags- und Kostensituation wurde über den «gewichteten Einfluss der Mieten» abgebildet. Ein Wert, der sich aus dem gewichteten Zusammenschluss des Mietzinses der Neuvermietung, dem Re-

ANZEIGE



## ÜBER 6000 KLUGE KÖPFE NUTZEN CAMPOS – DAS CAFM-PORTAL.

**WEIL EIN CAFM-PORTAL EINFACH  
MEHR NUTZEN BRINGT.**

Wir zeigen Ihnen gerne den Unterschied:  
[www.campos.ch](http://www.campos.ch)

Klicken Sie sich ins Flächen-, Portfolio-, Anlagen-,  
Sicherheits- und Facility Management von CAMPOS:  
<https://www.campos.ch/video/flaechen>

**CAMPOS**  
MACHT IMMO'S MOBIL.

ABBILDUNG 3



ferenzzins, Opex, Capex sowie dem Leerstand ergibt. Die Entwicklung und Gewichtung der einzelnen Faktoren wurde je Szenario über die Zeit simuliert. Betrachtet man die Auswirkungen auf die Mieten (s. Abb.1) ergeben sich für die Szenarien Werte über die Zeit von -1 bis -15 Prozent über die nächsten fünf Jahre, die sich negativ auf Ertrags- und Kostenposition des Objektes auswirken. Warum? Weil beispielsweise die Bemühungen für Neuvermietung aufgrund eines steigenden Leerstandes steigen. Weil Opex und Capex auch steigen, um entsprechende Wohnungen wieder oder besser vermietbar zu gestalten.

Der Einfluss dieser Entwicklung auf die Nettomieten ist in Abb. 2 dargestellt. Über die Szenarien gehen die Nettomieten bis 2019 um -0,2 bis -3,1 Prozent p.a. zurück.

Die Mieten sind über alle Szenarien rückläufig, da eine Grundannahme ist, dass sie sich aufgrund der wirtschaftlichen Entwicklung in den nächsten Jahren nicht steigern lassen. Die Spreads zwischen den Szenarien (s. Abb. 3) sind signifikant. Das beste und das schlechteste angenommene Szenario unterscheiden sich in der Höhe der Nettomieten um 15 Prozent.

Sich der entsprechenden Ergebnisse auf Portfolioebene bewusst werdend, gilt es folgend auf der Objektebene die einzelnen Entwicklungen nachzuvollziehen. Mit Hilfe der Erstellung von spezifischen Objektbusinessplänen kann man die Herausforderungen analysieren, um Massnahmen abzuleiten, die der Entwicklung eines negativen Szenarios entgegensteuern. Dies möglichst vorausschauend und nicht erst, wenn eines der angenommenen Szenari-

en eingetroffen ist: Zur Sicherstellung der Erträge sowie der Beeinflussbarkeit der Kostenseite. Die Analyse und Simulation des Einflusses von volkswirtschaftlichen Faktoren auf ein Portfolio ist aus der dargestellten Betrachtung vor allem sinnvoll, um die Wertreiber auf Portfolio- und Objektebene im Sinne eines aktiven Portfolio- und Objektmanagements zu identifizieren. Kein Portfolio oder Objekt ist einem Zyklus einfach ausgeliefert. Know-how und Erfahrung werden gerade in den Marktphasen deutlich, die in den Scheitelpunkten von Zyklen liegen. Im Ergebnis weiss der Investor, welchen Anteil einer möglichen Entwicklung er im Portfolio beeinflussen kann und welcher Teil eher «zyklusabhängig» ist. Also genauso wie die letzten zehn Jahre – nur diesmal in die andere Richtung. ▲

ANZEIGE

**Immobilienentwicklung mit Weitsicht**

Fortimo hat ihr Geschäftsfeld erweitert und übernimmt die selber entwickelten Anlageimmobilien bis auf weiteres ins eigene Portfolio. Die neu erstellten Mietliegenschaften werden fortan im eigenen Bestand gehalten.

**naturnah & idyllisch**

Die familienfreundliche, ruhige und modern konzipierte Wohnsiedlung "oberwis-hallau.ch" liegt am Dorfrand des sympathischen Weindorfes im Klettgau bei Schaffhausen. Mit ihren 16 attraktiven Mietwohnungen entstehen zwei Wohnhäuser mit perfekter Süd-West-Ausrichtung.

**Fortimo AG** | 9016 St. Gallen | [www.fortimo.ch](http://www.fortimo.ch)

