

Wertentwicklung bei Wohnimmobilien

Ökonomie der Erneuerung

In Zeiten steigender Immobilienpreise bei Transaktionen und damit sinkender Renditen stellt sich die Frage der Erneuerung im Bestand.

Sanierung und Erneuerung bieten je nach Eingriffstiefe Möglichkeiten, Wertwachstum im Bestand zu realisieren.

Investoren versprechen sich vom Sektor Wohnen stabile Cashflows aus Mietzahlungen sowie automatische Wertsteigerungen. Im Durchschnitt der letzten acht Jahre lag die Wertänderungsrendite bei 0.6 Prozent¹ und die Netto-Cashflowrendite bei 4.8 Prozent². Die Attraktivität geht also in erster Linie vom Cashflow und nicht von der Wertsteigerung aus. Bei Werterhaltungsstrategien muss der Netto-Cashflow im Verhältnis zum Wert gleich bleiben oder leicht steigen. Wertsteigerungen lassen sich nur mit einer höheren Eingriffstiefe im Objekt umsetzen, die es erlaubt, Mieteinnahmen zu erhöhen, Bewirtschaftungs- und Instandhaltungskosten zu senken.

Bei den Werttreibern eines Objekts wird die Cashflowrendite durch Massnahmen am Objekt, die Wertänderung durch Veränderungen auf dem Miet- sowie dem Transaktionsmarkt (Änderungen der Nachfrage) beeinflusst. Weiter haben die Annahmen bei der Festlegung des Diskontierungs- und Kapitalisierungszinses einen Einfluss.

Wohnimmobilien im Fokus

Ungefähr 60 Prozent des Wohnungsbestands in der Schweiz weisen ein Erstellungsdatum vor 1970 auf. Die Hälfte hiervon wurde vor 1946 gebaut. Viele davon sind zwar saniert, doch ist der Begriff Sanierung unscharf, sodass die aktuellen energetischen Anforderungen häufig nicht erfüllt werden. Gegenüber dem gewerblichen Sektor fließen im Bereich Wohnen zirka 30 bis 40 Prozent weniger Investitio-

nen in die Erneuerung.³ Grund ist eine anhaltend hohe Nachfrage nach Wohnraum sowie deren Fragmentierung. Der Druck auf die Weiterentwicklung des Produkts Wohnen ist daher nicht so hoch wie im gewerblichen Bereich.

Dies weist auf die grosse aktuelle wie künftige Bedeutung der Themen Sanierung und Erneuerung zur Werterhaltung beziehungsweise -steigerung und auf eine weitaus höhere Anzahl an Objekten hin, die saniert werden müssen. Insgesamt existieren rund 260 000 Mehrfamilienhäuser.⁴ Institutionelle Investoren bewirtschaften davon zirka 65 000. Von diesen sind ungefähr zwei Drittel nicht saniert. Die Sanierungsfrage betrifft also aktuell gegen 45 000 Objekte.⁵

Wachstum durch Entwicklung im Bestand

Institutionelle Investoren wollen fast ausnahmslos Wachstum für ihre Immobilienportfolios realisieren. Aufgrund des aktuellen Preisniveaus und damit tiefer Anfangsrenditen ist dies über den Markt jedoch nur noch vereinzelt möglich. Eine Chance besteht in der Entwicklung/Erneuerung des Bestands. Je nach Objekt bieten sich folgende Varianten an: Verkauf, Sanierung (sanft

³ Immo-Monitoring (2008/2), S. 20 f.; Pichler, V., Dissertation, S. 1 f.

⁴ In Anlehnung an Wehrli, D.: Masterthesis Curen, 2006, S. 6; eigene Berechnungen.

⁵ SMV, 2009.

bis vollständig) oder Ersatzneubau. Alle Varianten sind zu analysieren, zu bewerten und in der Investitionsrechnung zu vergleichen.

Die wichtigsten Themen

Als Checkliste bei der Analyse und Bewertung künftiger Objektstrategien dienen die folgenden Themen:

Marktattraktivität des Objekts

Die Lage des Objekts ist ein wesentlicher Punkt hinsichtlich zu realisierenden Mietzinspotenzials. Standortqualität und Flächennachfrage sind aus Sicht des Investors unveränderbar. Umso wichtiger ist die Entsprechung des Objektstandards in der Höhe der potenziellen Mieten. An zent-

In Kürze

- > Neuer Objektstandard muss im Verhältnis zum Standort und zu erzielbaren Mieten stehen
- > Mehreinnahmen aus besserer Ausnutzung Grundstück + Mieterhöhung $\geq \Sigma$ Mehrkosten
- > Nachhaltige Rendite = energetische + soziostrukturelle + ökonomische + Zeit- + Standortfaktoren

ralen, etablierten sowie in der Entwicklung begriffenen Lagen werden Ersatzneubauten eher rentieren als Sanierungen.

Objektqualität

Beurteilung des Zustands bezüglich Alter; Bausubstanz; Zustand einzelner Elemente (wie Hülle, Leitungen, Energieeffizienz; Flexibilität Tragstrukturen). Die Tiefe

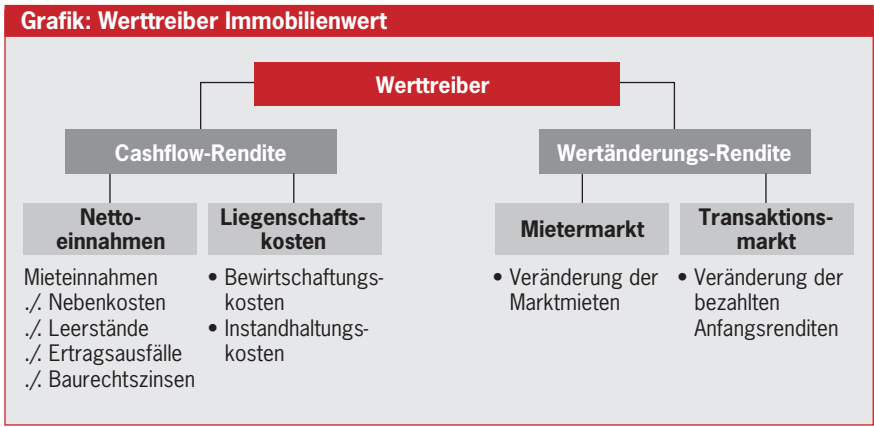
Autor

Stephan Kloess
Dr. oec. HSG,
Gründer und Inhaber
von KRE
KloessRealEstate



¹ Nach den Zahlen, die IPD jährlich ausweist.

² Nach den Zahlen, die IPD jährlich ausweist.



bisheriger Eingriffe entscheidet darüber, welche Eingriffsmöglichkeiten der Investor bezüglich Werterhalt oder Wertvermehrung hat.⁶ Darüber hinaus sind funktionelle Mängel wie nicht geeignete Grundrisse (Anzahl/Grösse der Zimmer), fehlende Lifte, Balkone und so weiter zu beurteilen.

Ausnutzungspotenzial

Über die Realisierung bisher nicht genutzter Ausnutzungspotenziale ist eine hö-

here Verdichtung möglich. Dies ermöglicht, die ökonomische Grundlage wesentlich zu verbessern. Bezüglich der Umsetzung möglicher Ausnutzungsziffern ist in der Realität häufig dem Ersatzneubau der Vorzug zu geben, da bei der Sanierung lediglich Anpassungen im Bereich vorhandener Strukturen möglich sind, die oft die möglichen Ausnutzungsziffern nicht erreichen.

Kosten

Neben den Kosten für die Sanierung/ Erneuerung des Objekts sind eventuelle Abbruch-, Leerungs-, Leerstands- sowie

Kosten der Vermarktung und in die Wirtschaftlichkeitsrechnung einzubeziehen. Die komplette Leerung eines Objekts zwecks Gesamtsanierung kann bis zu sechs Monate in Anspruch nehmen.

Mietpotenzial

Nach geltendem Mietrecht können 50 bis 70 Prozent der Erneuerungsinvestitionen (sofern es sich um energetische Massnahmen handelt) auf die künftige Miete überwälzt werden. Ist das Objekt vor der Sanierung unter der Marktmiete vermietet gewesen, besteht ein entsprechend grösseres Potenzial. Darüber hinaus ist aufgrund des attraktiven Produkts bei Wiedervermietungen die Realisierung weiterer Potenziale möglich.

Energetische Betrachtungen

Häufig konzentrieren sich die Argumente auf die 1 bis 2 Prozent des Bestands, die jährlich neu gebaut werden. Viel wichtiger ist die energetische Erneuerung im Bestand, da diese meist technisch anspruchsvoller ist. Die Sanierung von Hülle, Dach, Fenster und Heizung hat niedrigere Betriebs- und Unterhaltskosten zur

⁶ Econcept, FHBB: Neu bauen statt sanieren, 2004, S. 69 ff.

Folge. Somit ist unter Umständen eine Erhöhung der Nettomiete möglich (vergleiche dazu Artikel Daniel Sager, Seite 44).

Restwerte

Überprüfung von Restwerten, Restlaufzeit (Amortisation = 50 bis 75 Jahre) beziehungsweise der Höhe des Erneuerungsfonds, da diese ökonomisch dem Neubau angerechnet werden sollten.

Ersatzneubauten sind nicht a priori teurer. Sie müssen mit der besseren Ausnutzung des Grundstücks die hinzukommenden Kosten von Abbruch, Leerstand, neuem Fundament sowie Unterkellerung kompensieren. Hinzu kommen höhere

Mieteinnahmen. Ersatzneubauten haben die Chance, auf eine veränderte Nachfrage einzugehen, Quartiersentwicklungen nachzuvollziehen oder von Anfang an mit anzustossen. Unternimmt der Investor nichts, wird sich Mieterstruktur und Miethöhe über die Zeit dem alternden Gebäude anpassen. Es besteht nicht für jedes Quartier die Möglichkeit, sich in ein hochpreisiges Trendquartier zu entwickeln, sodass eine gewollte Durchmischung bei verbesserter Siedlungsqualität möglich bleibt. Aus Gründen der Diversifikation im Portfolio ist zu beachten, dass Zentrums- und zentrumsnahe Lagen nicht multiplizierbar sind, sodass unter Sanierungs-

und Erneuerungsaspekten hier eine kurzfristige Kosten- und Ertragsbetrachtung einer langfristigen gegenübergestellt werden sollte.

Gerade die Frage der Quartiersentwicklung unterstreicht eines: Bei der Immobilienentwicklung muss der kurzfristigen auch eine langfristige Überlegung gegenübergestellt werden. Dabei geht die Verantwortung der Investoren über die reine Rendite hinaus. Nur wenn Nachhaltigkeit in allen Punkten umgesetzt wird, entsteht ein Produkt, das künftig nachgefragt wird und hierüber dem Investor die Rendite sichert. ■

Evolution de la valeur de l'immobilier d'habitation

L'économie du renouvellement

Dans une phase où les prix de l'immobilier grimpent à chaque transaction au détriment du rendement se pose la question du renouvellement du parc immobilier. Selon la profondeur des interventions, l'assainissement et le renouvellement offrent des possibilités de revalorisation d'un portefeuille existant.

Les investisseurs associent au secteur de l'habitation des attentes de cash-flows stables grâce aux recettes de loyer et une augmentation automatique de la valeur. Dans la moyenne des huit dernières années, le rendement en plus-value a été de 0.6%¹ et le rendement en cash-flow net de 4.8%². C'est donc essentiellement dans le cash-flow et non dans la plus-value que réside l'attrait.

Au niveau des générateurs de valeur d'un objet, le rendement en cash-flow est influencé par des mesures sur l'objet, la plus-value par des modifications sur le marché de l'immobilier locatif et des transactions (modifications de la demande). Enfin, les hypothèses qui sous-tendent le taux d'escompte et de capitalisation choisi ont également une influence.

¹ D'après les chiffres publiés chaque année par l'IPD.

² D'après les chiffres publiés chaque année par l'IPD.

L'immobilier d'habitation dans le point de mire

Environ 60% du parc immobilier suisse du logement ont été construits avant 1970. Et là-dessus, la moitié date même d'avant 1946. Bon nombre de ces immeubles ont été assainis, mais les définitions sont assez disparates de ce qu'est un assainissement, de sorte que beaucoup d'immeubles ne sont plus à la hauteur des exigences énergétiques d'aujourd'hui. Par rapport au secteur artisanal et industriel, les investissements dans le domaine du logement sont inférieurs d'environ 30 à 40%.³ Parce que la demande de logements est invariablement forte et fragmentée, le produit «habitation» n'est pas exposé comme le secteur artisanal et industriel à une pression compétitive qui le pousserait au développement.

³ Immo-Monitoring (2008/2), p. 20f.; Pichler, V. dissertation, p. 1s.

L'assainissement et le renouvellement restent donc des thèmes d'une actualité durable comme moyen de préserver et d'augmenter la valeur du parc immobilier, tout comme il apparaît que les objets candidats à l'assainissement sont encore très nombreux. Au total, on dénombre en

En bref

- > Il doit y avoir cohérence entre le standing du nouvel objet, sa situation et les loyers réalisables
- > Recettes supplémentaires grâce à un meilleur indice d'utilisation du terrain + hausse des loyers \geq Σ surcoûts
- > Rentabilité durable = facteurs énergétiques + socio-structurels + économiques + de temps + de situation

Suisse environ 260 000 immeubles locatifs⁴ dont à peu près 65 000 sont gérés par des investisseurs immobiliers. Et sur ce total, environ deux tiers sont en mal d'assainissement. En d'autres termes, la question de l'assainissement concerne actuellement à peu près 45 000 objets.⁵

Croissance par le développement du parc immobilier

Les investisseurs institutionnels cherchent avant tout la croissance pour leurs

⁴ D'après Werhli, D.: Masterthesis Curem, 2006, p.6; calculs personnels.

⁵ SMV, 2009.

portefeuilles immobiliers. En raison du niveau actuel des prix qui pèse sur les rendements initiaux, c'est rarement via le marché qu'ils vont la réaliser. Reste le développement (renouvellement) du parc. Selon l'objet, les variantes envisageables sont la vente, un assainissement en douceur ou radical, ou encore une nouvelle construction de remplacement. Les trois variantes devront être analysées et évaluées sous l'angle de la mise de fonds nécessaire.

Les thèmes essentiels

Dans la check-list pour l'analyse et la pondération des stratégies futures applicables aux objets devront figurer les thèmes suivants:

Attrait de l'objet sur le marché

La situation d'un objet joue un rôle capital en ce qui concerne son potentiel de loyer réalisable. La qualité de la situation et la demande de superficie sont deux variables que l'investisseur ne peut influencer. Il est d'autant plus important que les loyers potentiels soient conformes au standard de l'objet. Dans une situation centrale, bien établie et en plein développement, un nouveau bâtiment de remplacement sera sans doute plus rentable qu'un assainissement.

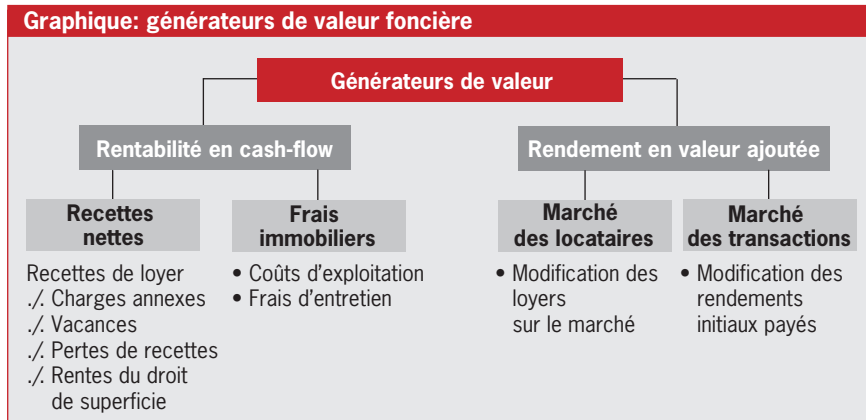
Qualité de l'objet

Appréciation de l'objet selon les critères âge; substance bâtie; état d'éléments isolés (tels que enveloppe, tuyauterie, efficacité énergétique; flexibilité des structures portantes). La profondeur des interventions déjà pratiquées décide des possibilités dont dispose l'investisseur pour conserver ou augmenter la valeur.⁶ En plus, il faut évaluer les vices fonctionnels tels que des configurations inappropriées (nombre/dimensions des chambres), absence d'ascenseurs, balcons, etc.

Potentiel d'utilisation

L'exploitation de potentiels jusqu'ici restés en friche permet de densifier le taux d'utilisation et de créer ainsi des fondements économiques sensiblement meilleurs. Au lieu d'améliorer le taux d'occupation par des transformations, il sera

Graphique: générateurs de valeur foncière



souvent préférable de construire un nouvel immeuble à la place de l'ancien, car les travaux de réhabilitation permettront tout au plus de remodeler les structures existantes qui souvent n'épuisent pas complètement un indice d'utilisation possible.

Coûts

En plus des travaux effectifs d'assainissement/renouvellement d'un objet, il faudra aussi compter dans les calculs de rentabilité les éventuels coûts de démolition, d'évacuation, d'inoccupation, ainsi que les coûts de la mise sur le marché. Le dépeuplement total d'un objet en vue de l'assainissement peut durer jusqu'à six mois.

Potentiel de location

En vertu du droit au bail actuellement en vigueur, 50 à 70% des frais d'investissement dans les travaux de rénovation peuvent être répercutés sur les futurs locataires (pour autant qu'il s'agisse de mesures énergétiques). Si l'objet était loué à des loyers inférieurs au marché avant l'assainissement, le potentiel sera proportionnellement plus élevé. En plus, l'attrait du produit permettra peut-être de réaliser des potentiels supplémentaires quand on le reloue.

Considérations énergétiques

L'argumentation se limite souvent aux 1 à 2% de l'effectif que l'on construit à neuf chaque année. Or, la remise aux normes énergétiques du parc immobilier existant est beaucoup plus importante, car les enjeux techniques y sont considérables. L'assainissement de l'enveloppe, du toit, des fenêtres et de l'installation de chauffage va faire baisser les frais d'entretien. Et peut-être qu'il en résultera même une augmentation du loyer net (voir à ce sujet l'article de Daniel Sager, page 46).

Valeurs résiduelles

Vérification des valeurs résiduelles et des durées de vie résiduelles (amortissement = 50 à 70 ans) ou du montant du fonds de renouvellement qui, du point de vue économique, devrait être porté au compte de la nouvelle construction.

Les constructions de remplacement ne sont pas a priori plus chères. Elles doivent, grâce à un indice supérieur d'utilisation du terrain, compenser les surcoûts de la démolition, de l'inoccupation, des nouveaux fondements et de la construction sur caves. Et puis, les recettes de loyer seront aussi plus élevées. Les nouveaux immeubles de remplacement ont la chance de pouvoir tenir compte des modifications de la demande, de suivre le développement d'un quartier ou même de lancer une nouvelle tendance. Si l'investisseur ne fait rien, la structure des locataires et le montant des loyers vont finir par s'adapter au bâtiment vieillissant. Tout quartier n'a pas la vocation de devenir un quartier tendance à loyers élevés, reste donc la possibilité d'un mélange voulu des genres avec une meilleure qualité résidentielle. Par souci de diversification du portefeuille, il faudra se dire que les situations centrales et proches du centre ne sont pas multipliables; lorsque se posera le problème de l'assainissement et du renouvellement, il faudra donc analyser les coûts et les recettes dans la perspective du court et du long terme. Les investisseurs ont des responsabilités qui vont bien au-delà de la rentabilité. Un objet doit être durable en tous points aujourd'hui pour être plébiscité longtemps et ainsi assurer à l'investisseur le retour souhaité sur sa mise de fonds. ■

Stephan Kloess

⁶ Econcept, FHBB: Neubauen statt sanieren, 2004, p. 69ss.