

# NUTZER, RENDITE, RISIKO

**IMMOBILIENÖKONOMIE** – Ein Gespräch mit Stefan Fabrländer, Partner bei Fabrländer Partner Raumentwicklung, und Stephan Kloess, Geschäftsführer von KRE KloessRealEstate.

Interview: **BIRGIT WÜST**

**IB** Herr Kloess, Herr Fabrländer – Sie haben im vergangenen Jahr ein neues Lehrbuch der Immobilienökonomie veröffentlicht. Was war der Grund? Gibt es noch nicht genügend Fachbücher zur Immobilienwirtschaft?

**STEFAN FAHRLÄNDER (SF)** Es gibt in der Tat bereits einige Fachbücher – so etwa das Schweizerische Schätzungshandbuch SVKG, Canonica, Fierz, oder auch die Themenhefte von SIV SIREA. Sie haben entweder Regeln zum Inhalt oder stellen eine Art Kochbuch dar mit Rezepten, wie beispielsweise ein Bewerter seine Schätzungen vornehmen kann. Mit dem vorliegenden Buch wollten wir eine Klammer um all die Themen setzen und die Zusammenhänge erläutern.

Ihr Lehrbuch gliedert sich in zwei Teile – Teil 1 behandelt die Grundlagen der Immobilienökonomie, Teil 2 ist mit «Angewandte Immobilienökonomie» betitelt. Enthält er eine Art «Handlungsanweisung» für Immobilienmarktakteure oder -bewerter?

**STEPHAN KLOESS (SK)** Keineswegs – wir wollten mit dem Lehrbuch eben keine «Kochrezepte» zur Verfügung stellen, sondern die Grundlage für eine Diskursfähigkeit schaffen.

Heisst konkret?

**SK** Uns geht es bei dem Buch um die Vermittlung von systemischem Wissen, nicht um reines Faktenwissen. Die

Rahmenbedingungen, Mechanismen und Funktionsweisen der bekanntermassen sehr fragmentierten Immobilienmärkte zu kennen, reicht nicht. Man braucht eine eigene Fragestellung, um diese Fakten für Entscheidungen – beispielsweise ob es sich rentieren wird, eine Liegenschaft zu kaufen oder nicht – nutzen zu

## «Risiken und Rendite sind quasi siamesische Zwillinge.»

Stephan Kloess, KRE

können, einen Standpunkt, von dem aus man sie betrachtet. Beispielsweise aus dem Verständnis der Immobilie als Kapitalanlage heraus ...

Ist es ein Zufall, dass das Buch 2023 erschien, etwa ein halbes Jahr nachdem mit dem Entschluss der Notenbanken, die Leitzinsen zu erhöhen, eine «Zeitenwende» an den Immobilienmärkten eingeläutet wurde?

**SK** Ja, man kann es als Zufall betrachten, wobei dieser ja etwas ist, «was einem zufällt». Rational betrachtet, kam uns die Pandemie etwas dazwischen und die Tatsache, dass wir das Buch in unserer Freizeit geschrieben haben, hat zur Dauer ebenfalls beigetragen. Wir haben ja beide noch einen Vollzeitjob. Letztlich war es der richtige Zeitpunkt.

Was hat aus Ihrer Sicht zu den durch die Zinswende ausgelösten Verwerfungen an den Immobilienmärkten geführt?

**SF** Seit der Finanzmarktkrise herrschte ein Niedrigzinsregime, ein geldpolitischer Ausnahmezustand. Angesichts mangelnder Anlagealternativen auf den Kapitalmärkten mutierten Immobilien zu «Beton-gold» und erfuhren Jahr für Jahr fantastische Aufwertungen. Mit dem Anstieg des Zinsniveaus hat sich die Lage für die Immobilienmarktteilnehmer geändert – seither zeigt sich: Kapital- und Immobilienmärkte verlaufen keineswegs immer synchron. Nach zehn Jahren Niedrigzinsen und einer vom Zinsspread getriebenen Nachfrage und dem entsprechenden Boom an den Immobilienmärkten gibt es jetzt für jeden Investor wieder Alternativen – Obligationen beispielsweise.

Die aktuelle Entwicklung hat teils dramatische Folgen für die betroffenen Marktteilnehmer: Indirekte Immobilienanlagegefässe wie Aktiengesellschaften, Fonds oder Anlagestiftungen haben seither teils massive Kapitalabflüsse verzeichnet. Banken zeigen sich bei der Kreditvergabe für Zukäufe oder Projekte derzeit eher zurückhaltend, ebenso bei der Prolongation von Finanzierungen, insbesondere wenn bei Einzelobjekten oder Portfolios Abwertungen anstehen. War eine solche Entwicklung nicht absehbar?

**SK** Für erfahrene Marktteilnehmer schon. Doch hat es der letzte Zyklus – in der Schweiz ging es am Immobilienmarkt fast 20 Jahre quasi nur bergauf – sehr leicht gemacht, gegen grundlegende ökonomische Gesetze zu verstossen.

Welche beispielsweise?

**SK** Etwa die «goldene Bilanzregel»: Langfristig gebundenes Vermögen sollte langfristig finanziert sein. Gegen die



## Dr. Stefan Fahrländer

ist Gründer und Partner des privaten, unabhängigen Beratungs- und Forschungsunternehmens Fahrländer Partner Raumentwicklung (FPRE) mit Sitz in Zürich, Bern und Frankfurt am Main.

## Dr. Stephan Kloess

ist Gründer und Geschäftsführer von KRE KloessRealEstate und als geistig wie finanziell unabhängiger Real Estate Investment Advisor für institutionelle Investoren und Asset-Manager tätig.

Ihr Lehrbuch zur Immobilienwirtschaft erschien zur rechten Zeit: Stefan Fahrländer und Stephan Kloess

Fristenkongruenz zu verstossen, führt in der Regel zu grösseren Problemen oder gar zur Insolvenz – wie man jetzt wieder beobachten kann. 2008 waren die offenen Immobilienfonds in Deutschland zahlungsunfähig, weil Anleger ihre langfristig in Immobilien angelegten Gelder kurzfristig zurückfordern konnten. Der Mechanismus gilt auch für Schweizer Anlagestiftungen: Anleger legen ihre Gelder langfristig, also über Zyklen hinweg, an, können diese aber innerhalb Jahresfrist zurückfordern. Eine Immobilie als Anlageobjekt ist ein Hybrid: Ihr Wert kann sich durch Veränderungen am Kapitalmarkt rasch ändern. Die Finanzierung ändert sich mit den Zinsstrukturen und die Erträge mit der wirtschaftlichen Lage. Es gilt zu beachten: Risiken und Rendite sind quasi siamesische Zwillinge.

*Immobilien als «Betongold» zu betrachten, ist demnach falsch?*

**SF** Der Mythos «Betongold» suggeriert einen der Liegenschaft inhärenten Schutz gegen die Inflation – lässt aber die Risiken einer Immobilienanlage aussen vor. Als Hybrid hat die Immobilie zwei Komponenten, die es beim Thema Inflation zu beachten gilt: die

Mieterträge und die Wertentwicklung. Beide haben keinen automatischen beziehungsweise keinen vollständigen, sofortigen Schutz.

*Welche Risiken meinen Sie?*

**SF** Die Vermietbarkeit, besser die Nutzernachfrage, welche über die zu erzielenden Mieten und damit über den Erfolg eines Immobilieninvestments entscheidet. Um belastbare Annahmen über die Nutzernachfrage zu treffen und zu entscheiden, ob sich der Zukauf einer Liegenschaft lohnen wird, ist einiges an Arbeit zu leisten: Neben der Prüfung der Objekt- und Lageeigenschaften der Immobilie, ihrem Erhaltungszustand sowie der Drittverwendungsfähigkeit wäre hier die Auseinandersetzung mit den wirtschaftlichen Entwicklungen des nationalen und lokalen Marktes zu nennen, und nicht zuletzt auch mit den Prognosen über die weitere künftige Entwicklung.

*Mit Blick auf den Markt für Mehrfamilienhäuser in der Schweiz scheinen die Risiken derzeit überschaubar ...*

**SK** ... unter der Prämisse, dass der Quadratmeterverbrauch der Mieter zumindest konstant bleibt, die hohe

Zuwanderung anhält und die Nachfrage damit hoch und das Wohnraumangebot knapp bleibt. In Zelten zu wohnen, stellt in unseren Breitengraden keine Option dar. Doch auch hier existieren Risiken – beispielsweise aufgrund von Regularien, wie das Beispiel des Westschweizer LTDR, das Wohnraumförderungsgesetz in Basel und viele weitere Vorhaben mehr zeigen. Oder die politischen Risiken: Betrachtet man die neosozialistischen Vorhaben der Politik, besteht eine Regulationswut – obwohl sie nur eine Aufgabe hat: für Gesellschaft und Märkte einen Rahmen zu schaffen. Warum geht die Politik eigentlich davon aus, dass sie es immer besser weiss?

*Bei den Officeflächen gestaltet sich die Einschätzung der Nachfrage angesichts des Trends zum Homeoffice derzeit schwieriger. Auf der diesjährigen Mipim war die «Zukunft der Büroimmobilienmärkte» ein zentrales Thema. Hat das Büro ausgedient?*

**SF** Man sollte hier nicht nur die Momentaufnahme im Blick haben. Für 2024 ist aufgrund wirtschaftlich gemischter Aussichten zu erwarten, dass die Wiedervermietungszeiten länger dauern und die Mieten sinken, und dass

aufgrund der gestiegenen Leerstände zu den bisherigen Abwertungen weitere hinzukommen könnten. Doch ist die Entscheidung, wer wo wie arbeitet, noch nicht gefallen. Das Büro ist keineswegs tot, schaut man auf die Entwicklung im tertiären Sektor. Die Anzahl Bürobeschäftigter weltweit befindet sich auf einem Hoch und steigt weiter; der Büroflächenbestand bis 2029 wächst mit 10 Prozent p.a. Die Frage ist eher, wo künftig gearbeitet wird. Und die Antwort lautet: in neuen oder exzellent sanierten Büros, die sehr gut erreichbar, zentral gelegen und flexibel gestaltbar sind, ESG-Anforderungen entsprechen und Mitarbeitern diverse Annehmlichkeiten bieten – diese Flächen sind rar. Steht ein Nachfrageüberhang einer Angebotsknappheit gegenüber, sind potenzielle Mietsteigerungen realisierbar.

*Ein Blick auf die Finanzierungsseite. Der Skandal um den Benko-Konkurs wirft unter anderem Fragen hinsichtlich der «Sachkunde» der Entscheider, etwa bei Banken, auf, welche die Kredite an die Signa Holding vergeben haben ... Wäre der Signa-Konkurs für Immobilienprofis nicht voraussehbar gewesen?*  
**SK** Es ist schwierig zu entscheiden. Hinterher hat es jeder vorher gewusst, aber wie bereits erwähnt: Gegen die Fristenkongruenz grob zu verstossen, führt in der Regel zum Konkurs. Ausserdem: Es hat keine ökonomische Basis, Investoren mit Geldern neuer Investoren oder neuen Finanzierungen zufriedenzustellen und Rendite vorzutäuschen. «Ponzi-Schemata» funktionieren einfach nicht auf die Dauer. Aktuell häufen sich die Beispiele der Verstösse gegen diese Regeln – man fragt sich wirklich, warum diese immer erst dann auffallen, wenn es zu spät ist?

«Um belastbare Annahmen über die Nutzernachfrage zu treffen und zu entscheiden, ob sich der Zukauf einer Liegenschaft lohnen wird, ist einiges an Arbeit zu leisten.»

Stefan Fahrländer, FPRE



*Wahrscheinlich auch deshalb, weil zu wenige Marktteilnehmer über genügend Kenntnisse der komplexen Materie «Immobilienökonomie» verfügen. Womit wir zu Ihrem Lehrbuch zurückkommen. Im Kapitel Bewertung schreiben Sie, eine Bewertung allein würde nicht ausreichen, um eine Liegenschaft schätzen zu können. Wie viele braucht es?*

**SF** Eine Bewertungsmethode sollte im «Lead» sein. Dabei lohnt es sich aber auf alle Fälle, die Immobilie von allen Seiten zu betrachten, sprich, zumindest Sensitivitäts- und Szenarioanalysen vorzunehmen, eine Einordnung in Benchmarks und gegebenenfalls auch die Betrachtung mit weiteren Bewertungsmethoden. Dies auch deshalb, weil die Unterschiede der Werte einer Immobilie von zwei Bewertern bewertet oftmals signifikant sind. Da ist man gerne auf der sicheren Seite.

*Welchen Stellenwert hat in diesem Zusammenhang die hedonische Bewertungsmethode?*

**SF** Alle Welt fordert die Vergleichswertmethode, und die hedonische Methode ist eine Vergleichswertmethode, statistisch fundiert. Bei Wohneigentum ist diese meistens im «Lead», bei Renditeimmobilien sind diese Modelle für die Bewertungsparameter – Mietzinspotenziale etc. – zentral.

*Bliebe abschliessend festzuhalten, dass mit der «Rückkehr zur Normalität», von der im Zusammenhang mit der Zinswende häufig zu hören war, das erfolgreiche Agieren auf den Immobilienmärkten nicht gerade einfacher wird ...*

**SK** Sicher. Über zehn Jahre lang wurden die eigentlichen Herausforderungen, die sich Immobilienmarktakteuren stellen, durch den Kapitalmarkt und teilweise den Nutzermarkt verwischt. Die Zinsen waren niedrig und die Nachfrage «garantiert». Die aktuelle Marktsituation ist in der Tat sehr komplex. Vielleicht sollte man sagen: Bis zur Zinswende war es zu einfach. Hier die positive Nachricht: Harte Arbeit, Aus- und Weiterbildung sowie eigenständiges Denken lohnen sich.