

Immobilienökonomie: Arbeit lohnt sich wieder

Die Immobilienwirtschaft durchläuft eine tiefe Krise wie seit Jahrzehnten nicht mehr. Für **Dr. Stephan Kloess** und **Dr. Stefan Fahrländer**, beide Investment-Berater und Hochschuldozenten für Real Estate in der Schweiz, bedeutet die aktuelle Schieflage der Industrie nur eine Rückkehr zur Normalität, wie sie **Guido Birkner** im Gespräch verriet.

Herr Kloess und Herr Fahrländer, Sie beide haben mit „Immobilienökonomie“ ein zweibändiges Standardwerk veröffentlicht, nicht nur für Studierende, sondern auch für Praktiker. Wo sehen Sie bei institutionellen Investoren Wissensdefizite bezüglich der Immobilienwirtschaft?

Stefan Fahrländer: Neue Entwicklungen aus der Wissenschaft brauchen immer 15 bis 20 Jahre, bis sie in der Praxis und im Wirtschaftsleben ankommen. Das war die Motivation von Stephan Kloess und mir für das Buch, die ganzen Erkenntnisse, die wir in der Wissenschaft gewonnen haben, und unsere Erfahrungen aus der Praxis zusammenzutragen und in eine allgemein verständliche Sprache zu übersetzen. Allein der mathematische Hintergrund der Immobilienökonomie ist komplex und macht eine Übersetzungsleistung erforderlich. Deshalb würde ich niemals von einem Wissensdefizit sprechen.

Stephan Kloess: Das stimmt. Wir haben das Buch nicht wegen akuter Wissensdefizite geschrieben, sondern weil wir die Themen der Immobilienökonomie miteinander vernetzen wollen. Hier besteht Nachholbedarf, denn viele junge Menschen, die sich mit Immobilien beschäftigen, haben in ihrem Leben bislang nur einen einzigen Zyklus erlebt. Das ist gefährlich, weil ein verengter Blick nur ein beschränktes Spektrum der Wirklichkeit zeigt. Auch versuchen viele Menschen, eine Immobilie in eine Zahl hineinzupressen. Wir raten dazu, eine Immobilie immer ganzheitlich zu beurteilen, auch wenn das etwas mehr Mühe erfordert und eine bewusste Meinungsbildung voraussetzt. Wir versuchen in unserem Buch, die Komplexität mit Hilfe unserer Übersetzungsleistung zu reduzieren.

Stefan Fahrländer: Die Immobilienwirtschaft hat in den zurückliegenden 20 Jahren von sinkenden Zinsen profitiert. Das günstige Fremdkapital hat in mancher Projektentwicklung grobe Fehler überdeckt, weil am Ende immer noch Gewinne zu Buche standen. Tiefe Zinsen haben die Branche träge gemacht. Viele haben die Übersicht über die ganzheitlichen Zusammenhänge verloren. Es ging immer nur aufwärts, nicht mehr abwärts. Jetzt sind alle über den aktuellen Einbruch überrascht. Aber dass der kommen würde, wussten alle schon vorher. Viele sind in den ver-

gangenen Jahren auf kurze Sicht gefahren. Das schien zwar zu reichen, war aber nicht vorausschauend.

Stephan Kloess: Zur Beurteilung eines Zyklus sollte man immer Nutzer-, Kapital- und Entwicklermarkt im Blick behalten. Alle Aspekte sind relevant. Vernachlässigt wird häufig, dass Nutzer- und Kapitalmarkt in ihren Entwicklungen unabhängig voneinander sind, da sie von unterschiedlichen Einflussfaktoren gesteuert werden. Somit passen ihre Zyklen selten zusammen. Hinzu kommt: Technologische Entwicklungen und Innovationen brauchen viele Jahre, bis sie in der Breite und Tiefe der Industrie ankommen. Die Immobilienwirtschaft ist von Natur aus träger als andere Branchen.

Wie bewerten Sie die raschen Zinserhöhungen in den beiden vergangenen Jahren?

Stefan Fahrländer: Wir hatten jetzt nach 20 Jahren wieder eine höhere Inflation. Mehr ist nicht passiert. Schnelle und starke Veränderungen sind aber Gift für die Märkte. Dass solche kurzfristigen Szenarien eintreten können, sollte man antizipieren. Einige haben sich für einen solchen Fall gut aufgestellt, andere nicht. Die sind in den vergangenen Jahren ein bisschen nachlässig geworden, rechneten immer mit sicheren Renditen und tiefen Zinsen. Dazu passte preiswertes, am liebsten kurzfristiges Fremdkapital. Das Risiko, dabei auf dem falschen Fuß erwischt zu werden, hat nicht mehr jeder beachtet. Immobilien sollten grundsätzlich ohne Leverage gut funktionieren. Natürlich kann man Fremdkapital einsetzen, aber man sollte genau hinschauen, wie man das umsetzt. Die Frage, wie sich die Zinsen entwickeln, steht im Raum: Ich glaube, langfristig bleiben die Realzinsen tief. Ein Grund für die Annahme ist, dass sich nach Katastrophen und Rückschlägen zuletzt relativ schnell wieder Normalität eingestellt hat – ob nach der Finanzkrise, nach Corona oder dem Kriegsausbruch in der Ukraine.

Stephan Kloess: Als Gesellschaft haben wir seit Anfang des Jahrtausends gelernt: Leben und Arbeiten haben sich flexibi-

lisiert und sind stärker zusammengewachsen. Homeoffice und kurzfristigere Wohnformen sind ein Ausfluss dessen. Daraus ergeben sich neue Anforderungen an Büros, andere kommerziell genutzte Immobilien sowie an Wohnungen. Solche Veränderungen haben einen Einfluss auf die Cashflows, die sich durch Immobilien realisieren lassen. In den letzten 20 Jahren hat sich somit strukturell einiges verändert. Diese Veränderungen sind die Inhalte des Cocktails, die wir im nächsten Zyklus sehen werden.

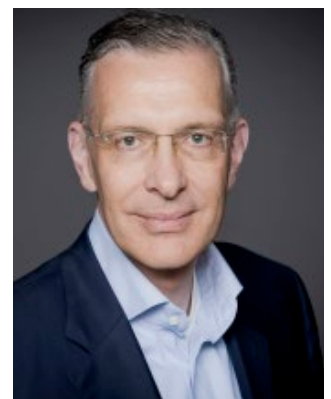
Stefan Fahrländer: In den vergangenen 20 Jahren haben die sinkenden Zinsen nicht nur die Immobilienbranche und die Investoren eingelullt, sondern auch Staaten und ihre Regierungen. Gleichzeitig wurde Kapital immer mobiler, Hemmnisse wurden abgebaut, die Freizügigkeit nahm zu. Staaten sollten darauf achten, dass sie ihre relative Wettbewerbsposition im globalen Kontext beibehalten. Wenn es im internationalen Wettbewerb zu Verschiebungen zwischen Staaten kommt, ist Vorsicht geboten.

Stephan Kloess: Stabile politische und wirtschaftspolitische Rahmenbedingungen sind für nationale wie internationale Immobilienanlagen zentral. Das Risiko einer fehlenden oder rückläufigen Rechtsstaatlichkeit ist gerade für Immobilieninvestoren gravierend. Die Gesetzgebung eines Landes ist unter Umständen schneller geändert, als Investoren ihre Immobilienanlagen verkauft haben.

Stefan Fahrländer: Dieses Risiko sehe ich in der Schweiz auch auf die Industrie zukommen, etwa im Wohnbereich, wo die Nutzer merken, dass die Regulierung für eine Immobilie immer stärker zwischen den Regierungs- und Verwaltungsebenen dezentralisiert wird. Diese Entwicklung ist fatal. Veränderungen in der Regulatorik lassen sich hier kaum mehr verlässlich antizipieren und einpreisen. Unternehmer und Investoren müssen aber wissen, worauf sie sich bei einem Investment einlassen. Die Schweiz muss aufpassen, dass sie nicht durch politische Hauruckübungen internationales Vertrauen verspielt.



Dr. Stefan Fahrländer,
Fahrländer Partner AG



Dr. Stephan Kloess,
KRE KloessRealEstate

Erkennen Sie einen langfristigen Trend, dass Investoren Direktbestand an Immobilien reduzieren?

Stephan Kloess: Bei Versicherungen sehen wir in Europa eine Reduzierung des Direktbestands an Immobilien. Dies erfolgt aufgrund strengerer Solvenzregeln, die mehr Eigenkapitalunterlegung für die Asset-Klasse Immobilien erfordern. Eine Folge davon ist, dass Investoren ihre Immobilienanlagen auslagern, also aus der Bilanz herausnehmen und in Anlagestrukturen, etwa in Fonds, verpacken. Weiter werden Allokationen verändert, weil technische oder regulatorische Grenzen verletzt wurden. Ein dritter Grund für den Abbau des Direktbestands an Immobilien ist, dass sich Investoren fragen: Habe ich jetzt, wo die Zeiten wieder anstrengender werden und der Weg ruckeliger ist, die ideale Investment-Organisation für ein direktes Immobilienportfolio?

Stefan Fahrländer: Ich sehe Entwicklungen mit Vehikeln, mit denen sich der Direktbestand ausbauen lässt. Dafür benötigt ein Investor eine schlagkräftige Organisation. Natürlich wird die Regulierungsdichte generell größer, und die als Organisation zu meistern setzt eine gewisse Größe voraus. Solche Investoren haben mit ihren Immobilien im Portfolio in den vergangenen 20 Jahren auch mal 100 Prozent Wertsteigerung erzielt. Ein Teil dieser Wertsteigerung wurde nun vernichtet. Mit dem Rückgang der Inflation und den damit verbundenen sinkenden Zinsen werden Immobilien wieder attraktiver. So sind in der Schweiz bereits wieder steigende Preise festzustellen, und auch in Deutschland ist zumindest die Bodenbildung absehbar.

Wie sollten Investoren ihr Immobilienportfolio diversifizieren?

Stephan Kloess: Die klassische Lehre sagt, dass es sinnvoll ist, ein Portfolio zu diversifizieren. Aber ich bezweifle, dass dieses Modell in einer zusammengewachsenen Weltwirtschaft nach wie vor so gültig ist. In unserem Buch unterscheiden wir mehrere Diversifikationseffekte: erstens den im direkt gehaltenen Portfolio, zweitens den Effekt in der gesamte Immobilienkapital-

anlage und drittens den Effekt, den die Gesamtimmobilienanlage auf die Summe aller anderen Asset-Klassen hat. Wenn ich als Investor in einem direkt gehaltenen Portfolio global diversifizieren wollen würde, müsste ich das Portfolio nach der Anzahl der Objekte an einem Ort, nach der Höhe des Volumens, den Regionen, den Sektoren und nach einigen Parametern mehr zusammenstellen. Das ergibt schnell ein Volumen von einer hohen zwei- bis dreistelligen Milliardensumme. Also lässt sich wirksame Diversifikation innerhalb der Kapitalanlage nur durch eine Mischung aus direkten und indirekten Investments umsetzen. Investoren sollten darüber nachdenken, was die Anforderungen an die Diversifikation sind.

Stefan Fahrländer: Immobilien schneiden in Renditevergleichen mit Staatsanleihen besser ab. Immobilien bieten einen gewissen Inflationsschutz, das hebt sie von anderen Anlagen ab. Ich bin zudem davon überzeugt, dass ein Investor gut aufgestellt ist, solange sein Zielland seine relative Wettbewerbsposition hält. Natürlich sehen wir auch Länder mit großen strukturellen Verschiebungen, etwa China. Als Immobilieninvestor sollte ich die relative Position eines Landes gewichten und mir die Frage stellen, wie viel Risiko ich tragen will. Wenn ich risikoarm unterwegs sein will, dann sollte ich in einem stabilen Land investiert sein, auch wenn das langweilig ist. Wenn ich dagegen global investieren und eine überdurchschnittlich hohe Rendite erzielen will, dann gebe ich mich an einen anderen Ort und nehme das damit verbundene Risiko auf mich. Das eine geht nicht ohne das andere.

Stephan Kloess: Eine Immobilie muss ohne Fremdkapital funktionieren. Wenn ich dann feststelle, dass ich einen positiven Leverage-Effekt erzielen kann, dann kann ich Fremdkapital aufnehmen. Aber eine schlechte Immobilie wird durch einen positiven Leverage-Effekt nicht besser. Risiko und Rendite sind die beiden Seiten einer Medaille, die eine Entscheidung für oder gegen ein Immobilien-Investment stark beeinflussen. Tatsache ist, dass sich immer noch viele Investoren mit attrak-

tiven Renditen locken lassen, ohne sich zugleich klarzumachen, was eine überdurchschnittliche Rendite auf der Risiko-seite bedeutet.

Welche Aussicht auf höhere Renditen können Sie Investoren bei Immobilien machen?

Stefan Fahrländer: Für die Rendite aus Immobilienobjekten spielt das Zinsniveau eine entscheidende Rolle. Die Regierungen werden mit allen Mitteln – und dazu gehören die Leitzinsen – verhindern, dass ihnen der Deckel vom Topf fliegt, zum Beispiel durch eine steigende Zahl der Insolvenzen. Deshalb erwarte ich mittelfristig weiterhin tiefe Zinsen in Europa. Die EU und ihre Mitgliedsstaaten werden Mittel und Wege finden, um ihre Ziele zu erreichen. Auch in Deutschland wird es zu einer Bodenbildung in der Immobilienwirtschaft kommen. Auf der einen Seite ist die Flächennachfrage nach Wohnen grundsätzlich hoch. Auf der anderen Seite erwarte ich, dass die Bautätigkeit in Deutschland aufgrund der gestiegenen Zinsen und Kosten weiter gering bleibt.

Stephan Kloess: Immobilien sind attraktiv, weil sie einen hybriden Charakter haben: Investoren finden den Kupon von Anleihen in den Mietertragszahlungen abgebildet. Und die Wertsteigerung der Immobilie lässt sich mit der Wertsteigerung einer Aktie vergleichen. Was noch wichtig ist: Ein Investor möchte aus der Immobilienanlage einen absoluten und nicht unbedingt einen relativen Ertrag erzielen. Das entspricht den Businessmodellen von Versicherungen, speziell von Lebensversicherungen, sowie von Versorgungswerken und Pensionskassen. Alle diese Einrichtungen haben einen sehr langen Anlagehorizont. Aber genau diese Investoren machen sich oft mehr Sorgen um das Volatilitätsrisiko oder Volatilitätsschwankungen von Assets als um das Shortfall-Risiko und den Cashflow in ihrem Kerngeschäft. Das passt für mich intellektuell nicht zusammen.

Stefan Fahrländer: Ich möchte noch einen Aspekt in die Diskussion einbringen, der Investoren immer wichtiger wird: Nachhaltigkeit. In den vergangenen zwei Jahren

löste das auf den Immobilienmärkten und bei Investoren große Aufregung aus. Diese hat sich mittlerweile wieder etwas gelegt. Die Industrie will Nachhaltigkeit im Immobiliensektor bis 2050 umsetzen, da muss sie jetzt nicht in Hektik verfallen. Trotzdem wird beispielsweise im Bürosektor schon heute genau auf solche Kriterien geachtet, denn man will sich hinsichtlich der Reputation keinen Fehler bei Investments erlauben. Also wird nur in Objekte investiert, die gängigen Anforderungen an Nachhaltigkeit genügen und entsprechende Zertifikate haben, das ist Impact Investment. Die meisten Bestandsimmobilien gelten in dieser Hinsicht als schmutzig. Diese fit zu machen, also Impact on Investment, wäre wichtiger. Vielleicht wird hier irgendwann mal ein Umdenken einsetzen, wenn ein Discount-Segment für Investment-Vehikel mit schmutzigen Immobilien entstehen wird.

Zum Abschluss frage ich nach dem Renditepotential für Immobilien.

Stephan Kloess: Hierfür müsste ich über Regionen, Sektoren und Zustände hinweg differenzieren. Deshalb ist mir die übergeordnete Botschaft wichtiger. Wir haben in den vergangenen 20 Jahren hinsichtlich der Renditen eine zunehmende Homogenität über alle Immobiliensegmente gesehen. Alle Rendite-Risiko-Profile haben sich einander angenähert, Differenzen waren fast nicht mehr sichtbar. Aber jetzt in der Krise werden die Unterschiede zwischen Regionen, Sektoren und Zuständen wieder sichtbar. Diese Bereinigung ist notwendig, und ich bin mir sicher, dass der nächste Zyklus schon geschrieben ist: Beispielsweise wird es im Sektor Büro in den Zentren vieler Städte nicht genügend moderne Flächen geben – die Nachfrage wird das Angebot übersteigen, was sich in steigenden Mieten materialisieren wird. Bei Immobilien gibt es keinen Renditeautomatismus. Die letzten beiden Jahrzehnte waren Sonderinflüssen ausgesetzt. Unternehmen sind aufgefordert, sich wieder mehr Gedanken über das Rendite-Risiko-Verhältnis machen. Gute Arbeit an der Immobilie lohnt sich wieder – man kann sich wieder leichter von anderen abheben. ●



INFO

Den Link zur Bestellung der Bücher finden Sie hier:

<https://valuation.swiss/lehrbuch-immobilienoekonomie/>