

Immobilienanlagen im Kontext der gestiegenen Zinsen

Immobilienfonds und Anlagestiftungen auf dem Prüfstand

Im Unterschied zu Eigenheimen hat sich der Markt für Wohnrendite-liegenschaften im Zuge der Zinswende abgekühlt. Renditeobjekte sind von einer sinkenden relativen Attraktivität betroffen, besonders im Vergleich zu festverzinslichen Anlagen.

Auswertungen für das erste Quartal 2023 zeigen fallende Preise.¹ Täglich gehandelte Renditeimmobilien wie Immobilienfonds markierten bereits im Jahr 2022 deutliche Wertkorrekturen (SIX Real Estate Funds Broad TR -15.2%).

Bei Transaktionen direkt gehaltener Liegenschaften war dies nicht auf Anhieb erkennbar. Jedoch gilt wie bei privaten auch bei institutionellen Immobilien-transaktionen eine Zeitverzögerung zwischen dem effektiven Transaktionsmarkt (Kaufangebote) und dem Vollzug (Grundbucheintrag). Entsprechend war auch die stabile Performance nicht kotierter Immobilienanlagestiftungen (KGAST Immo-Index) von plus 5 % im Jahr 2022 diesbezüglich gerechtfertigt.

Verluste vs. Schwankungen

Wie Marktstudien (Daten seit 1970)² festhalten, waren steigende Zinsen historisch eher positiv belebend für den Schweizer Renditeimmobilienmarkt. Nach stark steigenden Bewertungsanstiegen von +133 % seit 2002 wären jedoch nach dem Zinsschock 2022 Preiskorrekturen von 10 bis 15 % nicht nur möglich, sondern sogar willkommen.

Langfristige Investoren wie Pensionskassen können mit diesen Preisschwankungen umgehen. Wie bei allen Investitionen wird eine negative Wertschwankung erst bei einem Verkauf zum Verlust. Im Risikomanagement von Immobilien-

vehikeln ist mitunter das grösste Risiko entsprechend der «Verkaufszwang» der gehaltenen Objekte zum ungünstigen Zeitpunkt.

Die Hausse-Phase hat eine markante Anzahl von Immobiliengefässen zu höheren Fremdkapitalquoten verleiten lassen. Sogeannter Leverage bei Immobilienbesitz ist insbesondere im Eigenheimbereich (Hypothek) stark verbreitet. Die durchschnittliche Fremdkapitalquote von Schweizer Immobilienfonds scheint mit 20 bis 25 % im Vergleich dazu moderat, ist jedoch nahe am gesetzlichen Maximum von 33 % gemäss Kollektivanlagegesetz. Eine höhere Fremdkapitalquote zeigt sich explizit bei der grösseren Differenz zwischen TER GAV und TER NAV (Total Expense Ratio im Verhältnis zum Gesamtanlagevermögen bzw. Nettoanlagevermögen).

Unter der Annahme einer Fremdkapitalquote von 25 % würde bei einem Immobilienvehikel eine Schätzpreiskorrektur von 15 % auf dem Bestand zu einer Überschreitung der gesetzlichen Fremdkapitalobergrenze führen. Entsprechend wären zum Abbau der Fremdkapitalquote eine Aussetzung der Ausschüttung oder allenfalls sogar Immobilienverkäufe anzuvizieren.

Des Weiteren belasten im Fall einer Fremdfinanzierung die höheren Zinskosten, die bei zumeist tiefer Absicherung gegen Zinsrisiken bereits ab dem Jahr 2023 anfallen.

Vergleichbarkeit Diskontsatz und technischer Zins

Eine Preiskorrektur im Umfang von 15 % bei Renditeliegenschaften ist auf-



Benjamin Ginesta
Albin Kistler AG

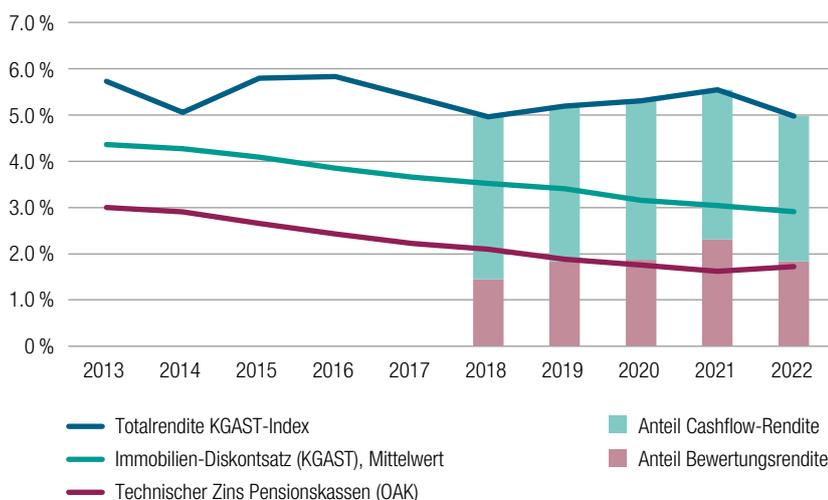


Jan Schorno
Albin Kistler AG

¹ Fahrländer Partner, Marktindizes für Renditeimmobilien per 31. März 2023.

² Lüscher-Marty, Max: Institut für Banken und Finanzplanung (ibf): «Was treibt den Immobilienmarkt Schweiz?»

Sinkende Diskontsätze und technischer Zins



Bemerkung: Differenzierung Cashflow-Rendite und Bewertungsrendite des KGAST Immo-Index der Jahre 2013 bis 2017 nicht verfügbar.

Quelle: Alphaprop (Daten), Albin Kistler (Grafik)

grund der marktüblichen Schätzmethode Discounted Cashflow (DCF-Methode) realistisch, da zukünftige Mieterträge mit einem Zinssatz abdiskontiert werden. Beispielsweise resultiert eine Erhöhung des Diskontsatzes von heute 3.7% um 0.5 Prozentpunkte in einer Abwertung von 12%. Zur Erinnerung: Die Kurzfristzinsen in der Schweiz sind allein 2022 um 2.25% angestiegen; eine Diskontsatzveränderung scheint daher angemessen.

Der Immobiliendiskontsatz ist eine Aggregation des risikolosen Zinses mit Aufschlägen für marktspezifische (insbesondere Illiquidität) sowie objektspezifische Risiken. Analog dem technischen Zinssatz bei Pensionskassen³ haben diese beiden Bewertungszinssätze gemein, dass der risikolose Zins eine wichtige Basis darstellt, jedoch ein gewisser Handlungsspielraum für Schätzungs- oder Pensionskassenexperte besteht.

Per Jahresanfang 2022 lag der technische Zinssatz bei 1.72%⁴ und der Diskontsatz bei 2.91% (KGAST-Mittelwert reale Diskontierung). Die historische Veränderung dieser beiden Bewertungssätze zeigt eine gewisse Vergleichbarkeit.

³ Fachrichtlinie FRP 4 zum technischen Zinssatz: Verfallrendite zehnjähriger Eidgenossenleihe plus ca. 2.5%.

⁴ Oberaufsichtskommission Berufliche Vorsorge OAK: Bericht zur finanziellen Lage der Vorsorgeeinrichtungen 2022.

Entsprechend könnte der Zinsschock 2022 ähnliche zukünftige Veränderungen auf beide Bewertungssätze haben, jedoch wie bei der Zinssenkung mit einer zeitlichen Verzögerung.

Veränderungen der beiden Sätze wären für die Pensionskassenbilanz je nach Aktiv- (Immobilien) und Passivposition (Rentenkapital) gegenseitig neutral.

Totalrendite: Differenzierung Cashflow-Rendite und Bewertungsrendite

Dies alles bedeutet aber nicht, dass Immobilien generell keine lohnende Anlage mehr wären: Nebst der bremsenden Wirkung von Zinsen zeichnen sich insbesondere durch die Referenzzinssatzerhöhung und die Anpassung des Landesindex für Konsumentenpreise steigende Mieten ab. Gleichzeitig verknappt sich das Angebot, da viele Bauprojekte aufgeschoben oder blockiert werden.

Die Totalrendite von Immobilien setzt sich aus Nettomieteträgen (Cashflow) sowie Bewertungsgewinnen zusammen. Die Rendite des KGAST Immo-Index der letzten zehn Jahre lag bei durchschnittlich 5.4% p. a.. Der Anteil der Bewertungsgewinne hat sich von 2018 bis 2021 sukzessive gesteigert und kam im letzten Jahr auf das Niveau von 2019/2020 zurück – die Cashflow-Rendite nahm dabei die letzten fünf Jahre kontinuierlich ab.

Während im Zinssenkungsprozess «einfache» Bewertungsgewinne durch

TAKE AWAYS

- Hauptrisiko der Immobilienvehikel ist ein Verkaufszwang aufgrund gesetzlicher Fremdkapital-Obergrenzen.
- NAV/Nettoinventarwert-Schätzungen von Immobilien weisen eine Zeitverzögerung zum Transaktionsmarkt auf.
- Veränderungen der (tiefen) Diskontsätze haben hohe Bewertungsänderungen zur Folge.
- Fokus auf Qualität, Cashflow-Rendite und nachhaltige Finanzierungsstrategien ist angezeigt.

Diskontsatzsenkungen zu erzielen waren, werden nun die «schwierigen» Bewertungsgewinne durch wertmehrende Bestandesentwicklungen im Fokus stehen. Für Pensionskassen ist es empfehlenswert, den Fokus zukünftig auf hohe Cashflow-Renditen zu legen.

Die Spreu wird sich vom Weizen trennen

Auch nach dem Ende der ausserordentlichen Phase bleiben Schweizer Immobilien eine attraktive Anlageklasse. Der Wohlstand eines Landes drückt sich über kurz oder lang stets in einem Wachstum der Bodenpreise aus. Die Knappheit dieses Gutes dürfte sich in der Schweiz in den nächsten Jahren weiter akzentuieren, was zusätzlich mit stabilen Nettomieteträgen versüsst wird.

Infolgedessen sind Immobilien ein wichtiger Bestandteil in jedem Portfolio, sofern negative Preisschwankungen nicht realisiert werden müssen. Kritisch zu beurteilen sind Gefässe mit starkem Bewertungswachstum und Zukäufe zu Höchstpreisen über die letzten Jahre sowie hohe Fremdkapitalquoten. |

red. Der Akzentteil der Novemberausgabe 2023 der Schweizer Personalvorsorge befasst sich mit dem Realitätscheck, dem der hiesige Immobilienmarkt (sowie die Bewertungen) durch die Zinsveränderungen ausgesetzt ist.