PPCmetrics

Investment & Actuarial Consulting, Controlling and Research.

www.ppcmetrics.ch

Anlage Aktuell

Immobilien-Anlagestiftungen: Wertgewinn oder Wertverlust?

Immobilien Anlagestiftungen werden periodisch (meist einmal pro Jahr) mittels eines Bewertungsmodells durch einen Schätzungsexperten bewertet. Die Bewertung erfolgt üblicherweise anhand eines discounted Cashflow-Modells (DCF-Modell). Dabei werden die künftigen Mieterträge sowie die Kosten für Aufwendungen wie die Bewirtschaftung, Sanierungen oder fürs Portfolio Management modelliert. Die daraus resultierenden Netto-Cashflows werden mit einem spezifischen Zinssatz, dem Diskontsatz, aufdiskontiert um den heutigen Wert einer Liegenschaft zu bestimmen.

Der Diskontsatz kann so bestimmt werden, dass zu einem risikofreien Zinssatz (10-jährige Bundesobligation) verschiedene objektspezifische (Zustand, Vermietbarkeit, etc.) und lagespezifische (ÖV-Anbindung, Steuerbelastung, etc.) Zuschläge addiert werden. Entsprechend bedeutet ein höherer Diskontsatz ein höheres Risiko eines Objekts. Je höher der Diskontsatz ausfällt, desto stärker werden die künftigen Cashflows diskontiert und desto tiefer fällt der Immobilienwert aus.

Seit Anfang 2022 sind die Renditen 10-jähriger Bundesobligationen von 0 auf aktuell 1 Prozent p.a. gestiegen. Das bedeutet, dass die Diskontsätze steigen und die Immobilienwerte dadurch fallen. Allerdings wirken sich höhere Zinsen auch auf die Einnahmeseite aus. So führen höhere Zinsen zu einem steigenden Referenzzinssatz und damit (bei Wohnliegenschaften) zu höheren Mieteinnahmen.

Auf den ersten Blick ist nicht offensichtlich, welcher Effekt sich stärker auf Bewertung auswirkt: der negative Effekt von höheren Diskontsätzen oder der positive Effekt von höheren Mieten. Deshalb muss analysiert werden, wie sensitiv die Immobilienbewertung bezüglich dieser zwei Faktoren ist.

Eine einfache Simulation aller Anlagestiftungen im KGAST Immo-Index zeigt: Erstens führt eine einheitliche Erhöhung des Diskontsatzes um 0,25 Prozentpunkte führt zu einer im Durchschnitt um 8 Prozent tieferen Bewertung der Liegenschaften. Zweitens: Um einen um 0,25 Prozentpunkte höheren Diskontsatz kompensieren zu können, müssten alle Mieten über die nächsten Jahre um insgesamt 10 Prozent steigen.

Der Immobilienwert reagiert also sehr sensitiv auf Veränderungen beim Diskontsatz. Bei einem starken Zins- und somit Diskontsatzanstieg wären massive Mietsteigerungen nötig, um den Bewertungseffekt zu kompensieren. Entsprechend wären aktuell wohl signifikante Abwertungen bei Immobilien-Anlagestiftungen zu erwarten. In der Realität waren jedoch nur bei einzelnen Gefässen gewisse Abwertungen zu beobachten und insgesamt waren die Bewertungen von Immobilien-Anlagestiftungen stabil. Weshalb waren bis dato kaum Wertkorrekturen zu beobachten?

Die Renditen von 10-jährigen Bundesobliagationen sind zwischen 2007 und 2021 von rund 3 auf bis zu minus 0,5 Prozent p.a. gesunken. Die Diskontsätze wurden allerdings nur schrittweise dem tieferen Zinsniveau angepasst, so dass bei einigen Anlagestiftungen noch Bewertungsreserven vorhanden waren und die Diskontsätze nicht unmittelbar erhöht werden mussten. Aktuell ist die Differenz zwischen Diskontsätzen und der Rendite von 10-jährigen Bundesanleihen mit 1,7 Prozent im historischen Vergleich sehr tief, was darauf hindeutet, dass die Bewertungsreserven wohl meist aufgebraucht sind.

Immobilien sind eine zinssensitive Anlageklasse. Zwar führen höhere Zinsen mittelfristig zu höheren Mieteinnahmen, allerdings ist der Effekt des Diskontsatzes auf die Bewertung deutlich grösser. Viele Anlagestiftungen mussten die Bewertungen jedoch bis heute noch nicht signifikant gegen unten anpassen, weil aus der Zeit sinkender Zinsen noch Bewertungsreserven bestanden.

Romano Gruber und Stephan Skaanes
PPCmetrics
www.ppcmetrics.ch

Jährlich publizieren wir mehr als 40 Fachartikel zu unterschiedlichen Fragestellungen.

Artikel / Beiträge

Unsere Fachleute teilen ihr Wissen und ihre Meinungen mit der Öffentlichkeit.

Videos

Erleben Sie uns live an den diversen Tagungen, die wir mehrmals jährlich organisieren.

Tagungen

PPCmetrics AG Investment & Actuarial Consulting, Controlling and Research. **Mehr**

Webseite