## Research

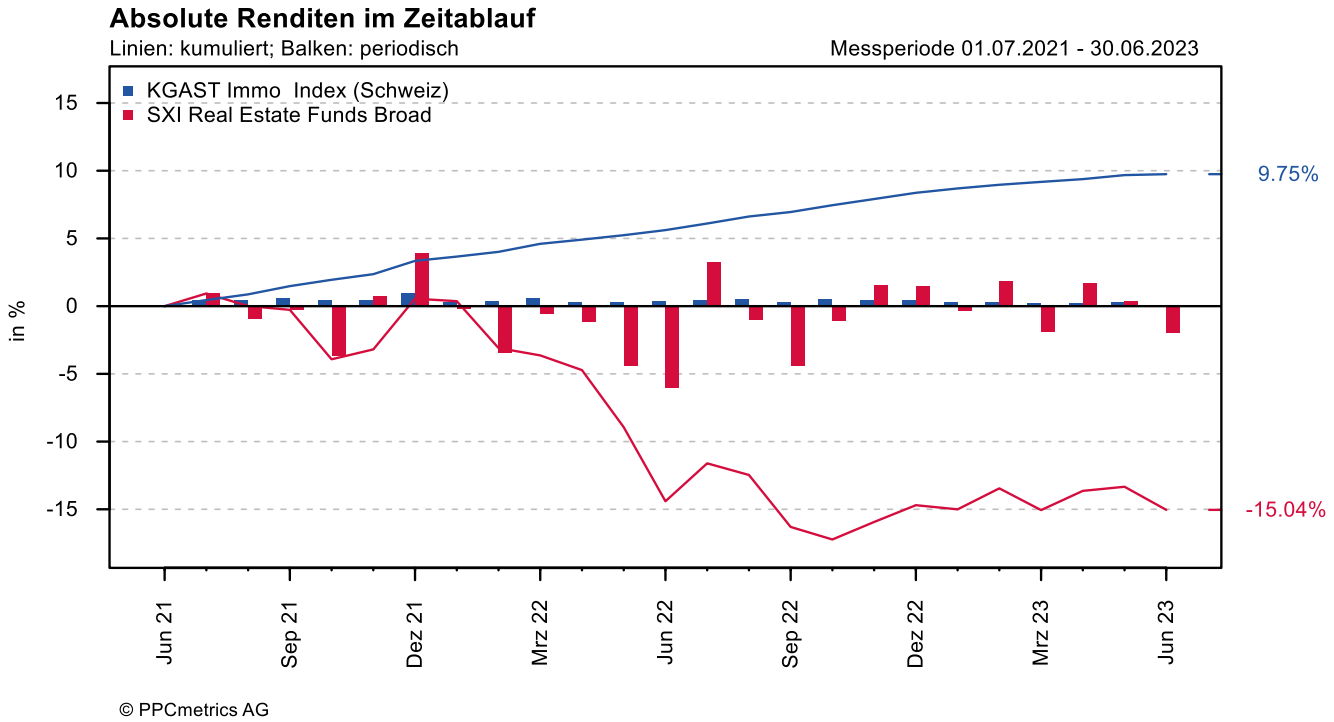
# Einfluss der Zinserhöhungen auf nicht kotierte Immobilienanlagen

**PPCmetrics AG**
Oliver Kunkel, Partner
Romano Gruber, CFA, Managing Consultant

Zürich, 13. September 2023

© PPCmetrics AG

# Ausgangslage



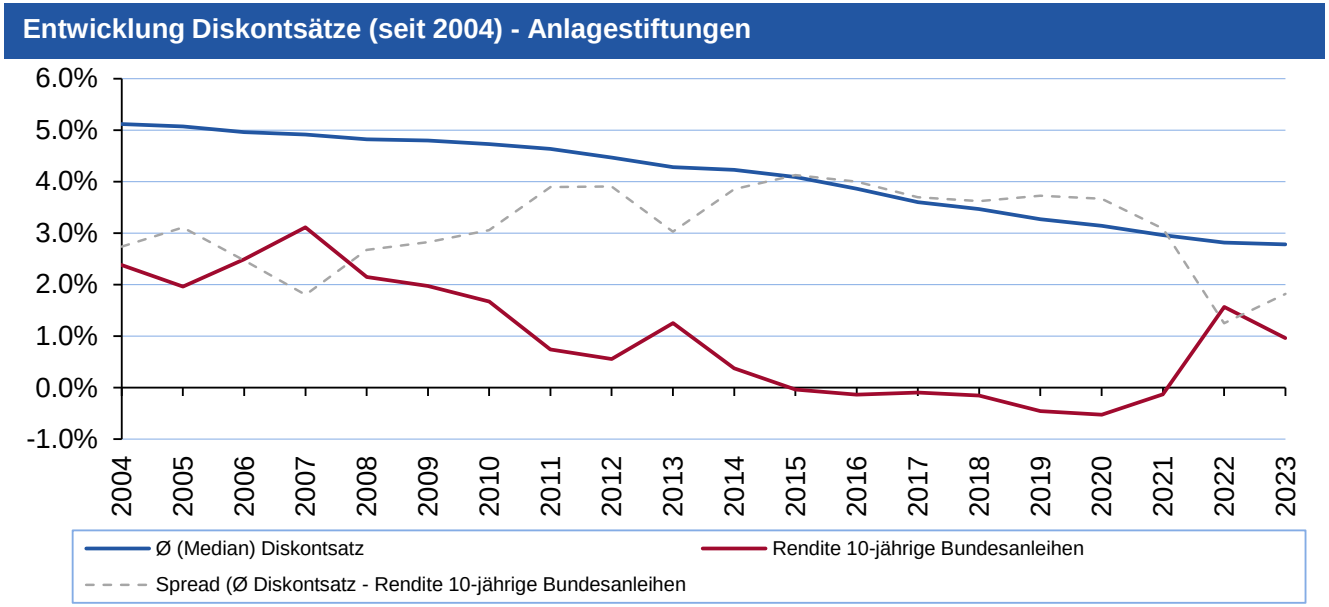

- In den letzten zwei Jahren haben **kotierte Immobilienfonds** gemessen am SXI Real Estate Funds Broad über **15%** an Wert **verloren**, während **Immobilien Anlagestiftungen** gemessen am KGAST Immo Index fast **10% an Wert gewonnen** haben. Wie ist das trotz ähnlicher unterliegender Investitionen (Immobilien) möglich?

Quelle: SIX, KGAST

# Bewertungsmethodologie

- **Kotierte Immobilienfonds** werden an der Börse gehandelt und **reagieren damit sofort** auf neue Informationen wie beispielsweise Zinsveränderungen. **Anlagestiftungen** werden im Gegensatz dazu nur **periodisch durch einen Schätzungsexperten** bewertet.
- Dabei wird der Wert der Immobilien mittels eines Bewertungsmodells geschätzt, indem die **zukünftigen Cashflows** auf heute diskontiert und summiert werden. Zur Diskontierung wird der sogenannte **Diskontsatz** verwendet.
- Der Diskontsatz ist eine **entscheidende Grösse** für die Immobilienbewertung und setzt sich aus einem **risikofreien Basiszinssatz** (bspw. Rendite von Schweizer Bundesobligationen) und einem **Risikozuschlag** (bspw. je nach Nutzungsart, Lage und Zustand / Alter der Liegenschaft) zusammen.
  - Ein **steigender Diskontsatz** hat einen **sinkenden Immobilienwert** (c.p.) zur Folge.
  - Ein **sinkender Diskontsatz** hat einen **steigenden Immobilienwert** (c.p.) zur Folge.
- **Steigen** die **Zinsen** wie im Jahr 2022, sollten grundsätzlich auch die **Diskontsätze steigen**. Dies hätte sinkende Immobilienpreise zur Folge - genau wie es bei den kotierten Immobilienfonds geschehen ist.

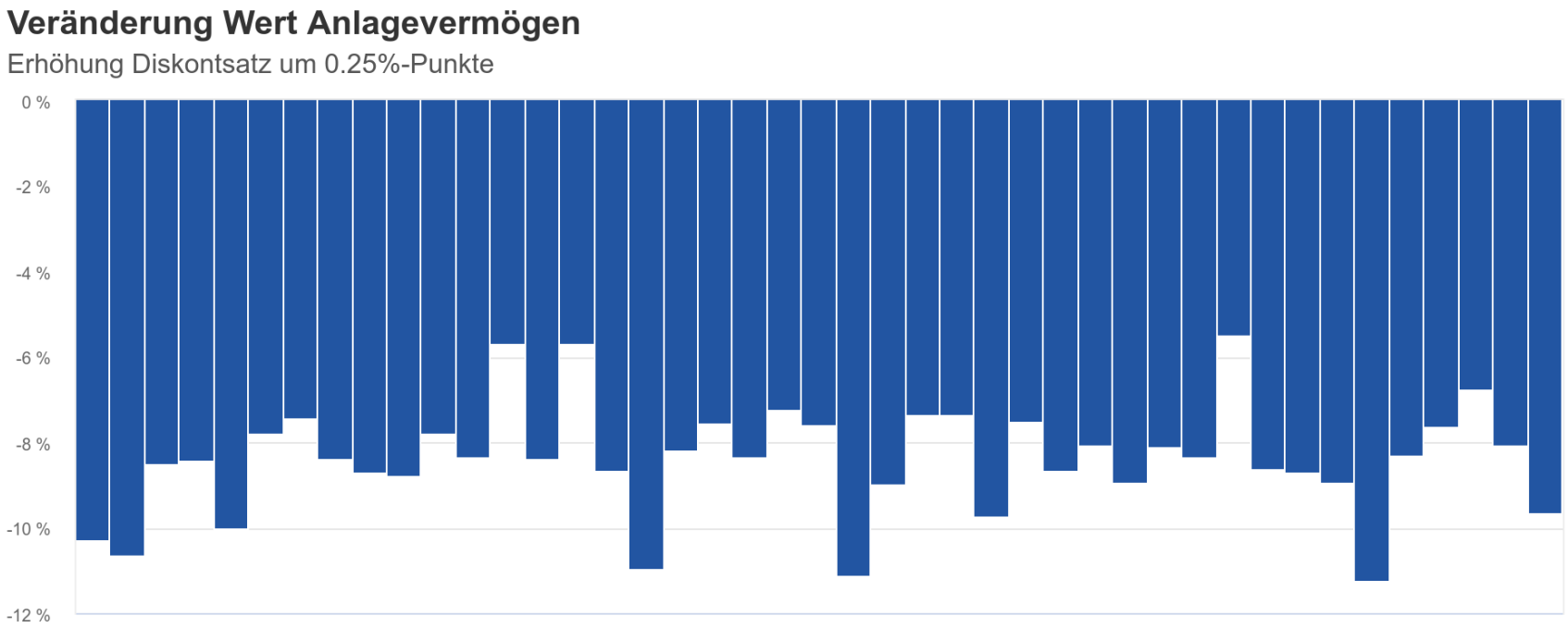
# Historische Entwicklung der Diskontsätze




- Die durchschnittlichen Diskontsätze von Immobilienanlagestiftungen sind allerdings **seit Anfang 2022 leicht zurückgegangen**. Damit setzt sich der **Trend der letzten 20 Jahre fort** (Reduktion der Diskontsätze von gut 5% auf aktuell unter 3%).
- Der **Risikozuschlag** («Spread») **gegenüber 10-jährigen Bundesanleihen** schwankte in dieser Zeit **zwischen 2% und 4%**. Zurzeit beträgt dieser **Spread rund 1.8%** und ist damit **so tief wie seit 2007 nicht mehr**.

Quelle: SNB, PPCmetrics Swiss Immo Tool

# Einfluss des Diskontsatzes auf den Immobilienwert




- Bei einer **einheitlichen Erhöhung des Diskontsatzes** um 0.25%-Punkte würde sich der **Wert des Anlagevermögens** (= Wert der Immobilien) der Anlagegruppen des KGAST Immo-Index **um durchschnittlich 8.4% reduzieren** (Max. -11.2%; Min. -5.5%).

Quelle: PPCmetrics

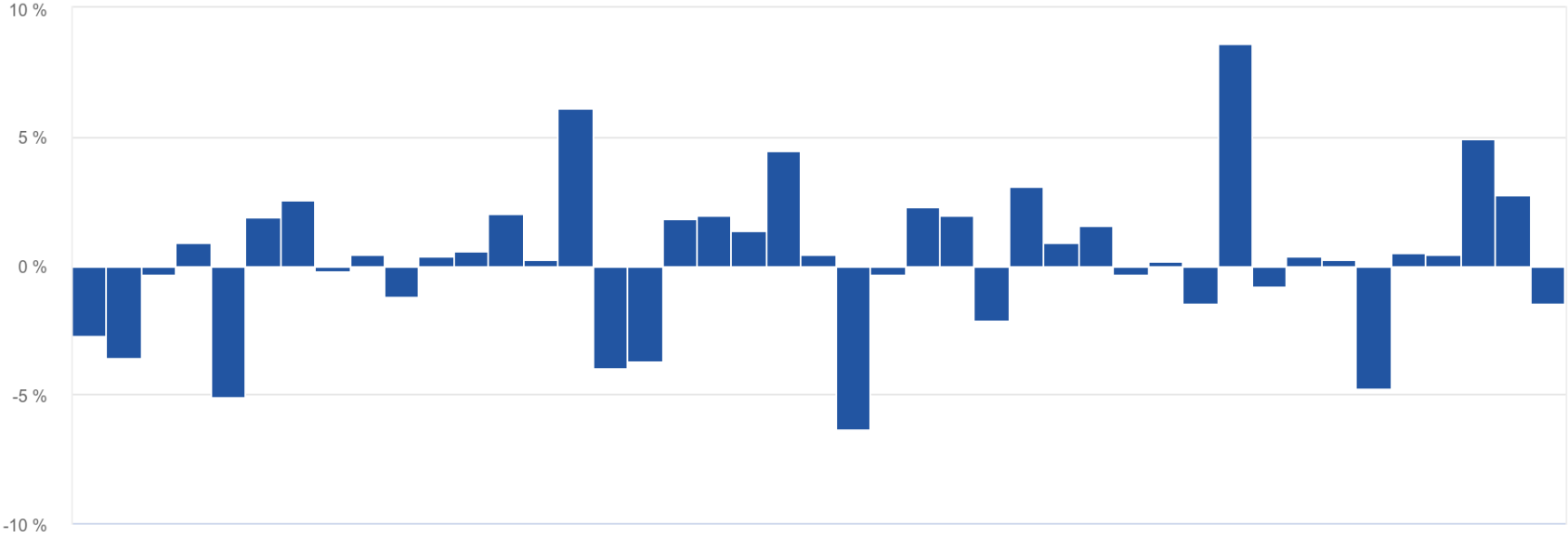
# Einfluss der Zinsen auf Mieteinnahmen

- Die vorherige Analyse berücksichtigt nur den **Effekt von höheren Zinsen auf die Diskontsätze**. Allerdings hat das Zinsumfeld auch einen **Effekt auf die Einnahmeseite**, da **Mieteinnahmen indirekt vom Zinsniveau abhängig** sind. **Höhere Mieteinnahmen** würden dem negativen Effekt einer Diskontsatzerhöhung auf den Immobilienwert **entgegenwirken**.
- Mieten von **Wohnliegenschaften** folgen i.d.R. dem **hypothekarischen Referenzzins-satz**. Dieser bietet den **rechtlichen Rahmen** einer Mietzinserhöhung und wurde im Juni 2023 von 1.25% auf **1.5% erhöht**.
  - Eine Erhöhung des Referenzzinssatzes um 0.25%-Punkte ermöglicht eine Mietzinserhöhung von 3%. Zudem können 40% der Inflationskosten an die Mieter weitergegeben werden.
  - Basis für die Berechnung ist der volumengewichtete, durchschnittliche Zinssatz der inländischen Hypothekarforderungen der Banken in der Schweiz. Dieser Durchschnittssatz ist aufgrund des gestiegenen Zinsniveaus ebenfalls angestiegen und hat entsprechend zu diesen Mieterhöhungen geführt.
- Mieten von **kommerziellen Liegenschaften** sind i.d.R. an die **Inflation gekoppelt**, jedoch nicht an den hypothekarischen Referenzzinssatz. Dabei können 100% der Steigerung des Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) an die Mieter überwälzt werden.

# Einfluss von Mieteinnahmen auf den Immobilienwert

**Veränderung Wert Anlagevermögen**

Erhöhung Diskontsatz um 0.25%-Punkte; Mietwachstum von 2% p.a. über 5 Jahre




- Nimmt man an, dass gleichzeitig zur Erhöhung des Diskontsatzes die **Mieten um 2% p.a. über die nächsten fünf Jahre** steigen, so **ändert sich der Immobilienwert im Durchschnitt nicht**, wobei die Unterschiede zwischen den Gefässen gross sind.
- Eine **Mieterhöhung von 2% p.a. über fünf Jahre** entspricht einer **kumulierten Mieterhöhung von über 10% aller Mieten**.

Quelle: PPCmetrics

# Zusammenfassung

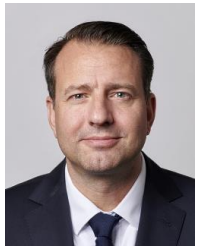
- Aufgrund der **unterschiedlichen Bewertungsmethodologie** (Modell- vs. Marktbewertung) reagieren **nicht kotierte Immobilienanlagen** wie Immobilien Anlagestiftungen **verzögert auf neue Informationen**. Während **kotierte Immobilienfonds** u.a. aufgrund der höheren Zinsen **stark an Wert verloren** haben, sind **Anlagestiftungen weiter im Wert gestiegen**.
- Als **Folge** des deutlichen **Zinsanstiegs** wäre zu erwarten, dass auch die zur Bewertung von Immobilien verwendeten **Diskontsätze steigen**, was **sinkende Immobilienpreise** zur Folge hätte.
- Immobilienwerte reagieren **relativ sensitiv auf Veränderungen beim Diskontsatz**. So hätte eine **Erhöhung des Diskontsatzes um 0.25%-Punkte** eine **negative Wertänderung von gut 8%** zur Folge.
- Die **höheren Zinsen bzw. die Inflation** führen erwartungsgemäss auch zu **höheren Mieteinnahmen** (steigender Referenzzinssatz bzw. Überwälzung der Inflation auf die Mieter).
- Bei einer Erhöhung des Diskontsatzes um 0.25%-Punkte müssten die **Mieten in den nächsten fünf Jahren um rund 2% p.a. oder insgesamt gut 10% steigen**, sodass die **aktuelle Bewertung gehalten** werden kann.

# Fazit

Der aufgezeigte Sachverhalt hat folgende **Implikationen für institutionelle Anleger**:

- Aufgrund der Marktentwicklungen ist insbesondere bei **Transaktionen** (inkl. Sacheinlagen) von nicht kotierten Immobilien auf aktuelle und **marktnahe Bewertungsparameter** zu achten.
- Nicht kotierte Immobilienanlagen sind anders als früher nicht mehr systematisch attraktiver als kotierte. **Zukäufe durch Zessionen** sind in der Folge teilweise wieder möglich. Die verbesserte Handelbarkeit kann genutzt werden für allfällige Portfolioergänzungen oder -bereinigungen.
- Bei **Renditevergleichen** von nicht kotierten Immobilienanlagen ist besondere Sorgfalt angezeigt, um **falsche Schlussfolgerungen zu vermeiden**. Insbesondere gilt es, Nutzungsarten, Kaufzeitpunkt bzw. Baujahr, Bewertungsstichtag sowie Fremdfinanzierungsgrad der Portfolios zu beachten.

# Autoren



**Oliver Kunkel**

Partner

E-Mail: oliver.kunkel@ppcmetrics.ch

**Romano Gruber, CFA**

Managing Consultant

E-Mail: romano.gruber@ppcmetrics.ch

# Kontakt

Investment & Actuarial Consulting,
Controlling and Research

**PPCmetrics AG**
Badenerstrasse 6
Postfach
CH-8021 Zürich

Telefon +41 44 204 31 11
E-Mail zurich@ppcmetrics.ch

**PPCmetrics SA**
23, route de St-Cergue
CH-1260 Nyon

Telefon +41 22 704 03 11
E-Mail nyon@ppcmetrics.ch

Website www.ppcmetrics.ch
Social Media

**Über PPCmetrics**

Die PPCmetrics AG ist ein führendes Beratungsunternehmen und erbringt unter anderem folgende Dienstleistungen: Investment Controlling, Investment Consulting, Auswahl von Finanzdienstleistern (Asset Manager Selection), öffentliche Ausschreibungen für die Selektion von Finanzdienstleistern (Public Procurement), Asset Liability Management (ALM), Festlegung von Anlagestrategien, Asset Allocation, Portfolioanalysen, Erstellen von Anlagereglementen, Beratung bei nachhaltigen Vermögensanlagen (ESG), juristische Beratung (Legal Consulting, BVG und Finanzmarktrecht, Pension Fund Governance), Actuarial Consulting (aktuarielle und versicherungstechnische Beratung) sowie Tätigkeit als Pensionskassenexperte. Zu den Kunden der PPCmetrics AG im In- und Ausland zählen institutionelle Investoren wie Versicherungsgesellschaften sowie namhafte professionelle Investoren wie Vorsorgeeinrichtungen, Personalvorsorgestiftungen, staatliche Sozialversicherungen und Pensionsfonds und andere öffentlich-rechtliche Körperschaften, grosse Unternehmen, Stiftungen, Vereine (namentlich Non-Profit-Organisationen) oder vermögende Privatpersonen (UHNWI) und deren Fachberater (z.B. Family Offices). Zusätzliche Informationen über die PPCmetrics AG sind unter www.ppcmetrics.ch/de/uber-uns einsehbar.

**Rechtliche Hinweise**

Die PPCmetrics AG berät ihre Kunden auf deren Initiative hin und führt ihre Analysen nach den von ihr entwickelten Prozessen durch. Sie trifft keine Anlageentscheide für ihre Kunden und gibt ausdrücklich keine Anlageempfehlungen ab. Es liegt in der Verantwortung und im Ermessen der Kunden als sachkundige Anleger, wie sie aufgrund der Beratung der PPCmetrics AG entscheiden und handeln. Die PPCmetrics AG geht davon aus, dass die Kunden über das nötige Fachwissen und ausreichende Erfahrung im Finanzbereich verfügen, um ihre Anlageentscheide zu treffen und die damit verbundenen Risikoeinschätzungen vorzunehmen. Eine Eignungs- oder Angemessenheitsprüfung nach FIDLEG nimmt die PPCmetrics AG nicht vor. Die PPCmetrics AG geht aufgrund der Vorgaben der Kunden davon aus, dass die Anlagen mit ihren Anlagezielen, namentlich ihrer Risikofähigkeit sowie der strategischen Asset Allocation und dem Zeithorizont der Anlagen vereinbar sind. Die PPCmetrics AG ist nicht in die Entwicklung, Verwaltung oder Empfehlung von Finanzinstrumenten involviert. Sie beteiligt sich nicht am Vertrieb von Finanzinstrumenten, nimmt im Zusammenhang mit der Erbringung ihrer Dienstleistungen keine Entschädigungen von Dritten entgegen und wird ausschliesslich von ihren Kunden gemäss Honorarvereinbarung entschädigt. Die Partner der PPCmetrics AG sind im Beraterregister der BX Swiss AG (www.regservices.ch) als Anlageberater eingetragen. Die PPCmetrics AG ist zudem der Finanzombudsstelle FINOS, Talstrasse 20, 8001 Zürich (www.finos.ch) unterstellt. Im Weiteren ist die PPCmetrics AG von der OAK BV als Expertin für die berufliche Vorsorge zugelassen. Weiterführende Informationen und Hinweise finden Sie unter www.ppcmetrics.ch/de/uber-uns/regulierung.

PPCmetrics AG hält sich an die Bestimmungen des schweizerischen Datenschutzgesetzes und, wo anwendbar, der Datenschutz-Grundverordnung der Europäischen Union. Weiterführende Informationen zum Datenschutz sowie zur Datenbearbeitung durch PPCmetrics AG finden Sie unter www.ppcmetrics.ch/de/uber-uns/datenschutz/.