

Kauft oder baut ein Investor eine Renditeimmobilie, also eine Immobilie mit Vermietungszweck, erwartet er eine Verzinsung des eingesetzten Kapitals. Die heutige «state-of-the-art»-Bewertung von Renditeimmobilien ist die DCF-Methode, die flexibelste Form der Ertragswertmethoden. Die Bewertung erfolgt derart, dass der Wert der Immobilie der Summe der auf den Bewertungsstichtag risikogerecht diskontierten künftigen Nettoerträge – also den Mietzinseinnahmen abzüglich Leerständen und anderen Ausfällen sowie den Kosten für Betrieb, Unterhalt und Reparaturen sowie Reinvestitionen für Erneuerungen – entspricht. Bei Neubauten im Allgemeinen oder anderen – einfacheren – Immobilien, ist die Anwendung der Nettokapitalisierung anstelle der DCF-Methode auch sachgerecht und führt zu guten Ergebnissen.

Sind die jährlichen Nettoerträge und der Marktwert einer Immobilie bekannt, entspricht die direkte Rendite – auch Cashflow-Rendite – der Division des Nettoertrags durch den Marktwert.

Neben der direkten gibt es im Zeitverlauf auch eine indirekte Rendite – auch Wertänderungsrendite – denn die Immobilienwerte sind nicht konstant. Die Wertänderungsrendite wird als Division der Wertänderung durch den Marktwert der Immobilie berechnet.

Durch Addition der beiden Renditen resultiert die Gesamtrendite, wobei offensichtlich ist, dass die direkte Rendite eine effektiv vereinnahmte Rendite ist, während die Wertänderung zunächst – bis zum Verkauf der Immobilie – nur auf dem Papier besteht.¹

Jeder Eigentümer kann diese Berechnungen, sofern er eine jährliche Bewertung hat – für seine eigenen Immobilien selbst durchführen und beispielsweise auch eine durchschnittliche jährliche Rendite – die internal rate of return IRR – berechnen. Diese Kennzahlen kann er mit den Renditen anderer Anlagen vergleichen. Gerade im institutionellen Bereich besteht oftmals auch das Bedürfnis – oder die Vorgabe der übergeordneten Gremien – die Kennzahlen des eigenen Portfolios mit einem Benchmark zu vergleichen. Darüber hinaus besteht seitens des Regulators sowie der Analysten das Bedürfnis, die Entwicklungen der Märkte – auch der Immobilienmärkte, im Idealfall nach Nutzungen und räumlich differenziert – zu messen, denn aus den Entwicklungen der Wertelemente sowie der Werte lassen sich – insbesondere auch im Vergleich mit gesamtwirtschaftlichen Entwicklungen und langfristigen Trends – Risikoeinschätzungen und Prognosen ableiten.

Es ist also evident, dass ein grosser und vielseitiger Bedarf nach Statistiken zu Cashflow- und Wert- bzw. Preisentwicklungen von Renditeimmobilien besteht. Folgende Anforderungen erscheinen zentral:

- lange Zeitreihen;
- Markt- bzw. marktnahe Messung;
- Methodische Transparenz;
- Differenzierung nach Nutzungen;
- Differenzierung nach Räumen;
- in sich konsistente Messung der Wertelemente.

7.1 Grundlagen

7.1.1 Verfügbare wert- und marktbasierende Indizes²

Neben den Analysen zu den liquiden börsenkotierten Fonds und Aktiengesellschaften gibt es in der Schweiz eine Reihe von Indizes, die die Performance – und teilweise deren Komponenten – von direkt gehaltenen Renditeimmobilien messen, wobei aber Unterschiede hinsichtlich der gemachten Aussagen bestehen:

- KGAST Immo-Index:³ landesweite, quartalsweise Reihen ab Januar 1998 (Hauptindex, alle Nutzungen). Seit Dezember 2011 werden zudem drei Subindizes ausgewiesen, je einer für «Wohnen», «Geschäft» und «Gemischt». Ausgewiesen wird die Gesamtperformance der betrachteten Anlagegruppen. Dabei wird nicht die eigentliche Cashflow-Rendite der Immobilien, sondern die Ausschüttung als direkte Komponente der Performance verwendet.
- MSCI/WP Switzerland Annual Property Index:⁴ landesweite, jährliche Reihen ab 2001, Gesamtindex und nach Nutzungen. Es können je nach Datenlage auch nach Nutzungen differenzierte Werte für Kleinregionen ausgewertet werden. Es handelt sich um einen Benchmark, der die Performance von Bestandsimmobilien institutioneller Investoren misst. Ausgewiesen werden Cashflow- und Wertänderungsrenditen, wobei aus letzteren wiederum ein Wertindex konstruiert werden kann.
- SWX IAZI Investment Real Estate Price Index:⁵ landesweite und räumlich differenzierte, quartalsweise Reihen ab dem 4. Quartal 1987. Der Index basiert auf bezahlten Preisen von im Zeitverlauf unterschiedlichen Renditeimmobilien (Wohnen und gemischt genutzt), wobei die Qualitätsunterschiede der betrachteten Immobilien statistisch bereinigt werden. Es entsteht ein normierter Index für das mittlere Objekt in der betrachteten Stichprobe (verketteter, direkter hedonischer Index).
- SWX IAZI Investment Real Estate Performance Index:⁶ landesweite, quartalsweise Reihen ab dem 4. Quartal 1986. Ausgewiesen werden Cashflow- und Wertänderungsrenditen. Dabei stammen die Cashflow-Renditen aus dem IAZI Swiss Property Benchmark und die Wertänderungen aus dem SWX IAZI Investment Real Estate Price Index.
- FPRE Marktindizes für Renditeimmobilien:⁷ räumlich differenzierte (MS-Regionen, Kantone, Schweiz), jährliche und quartalsweise Reihen ab 1985. Ausgewiesen werden Cashflow- und Wertänderungsrenditen für die Nutzungen Wohnen, Büro, Verkauf. Die Indizes basieren auf hedonischen Modellen, Marktdaten, Benchmarks sowie dem Diskontierungsmodell von FPRE.

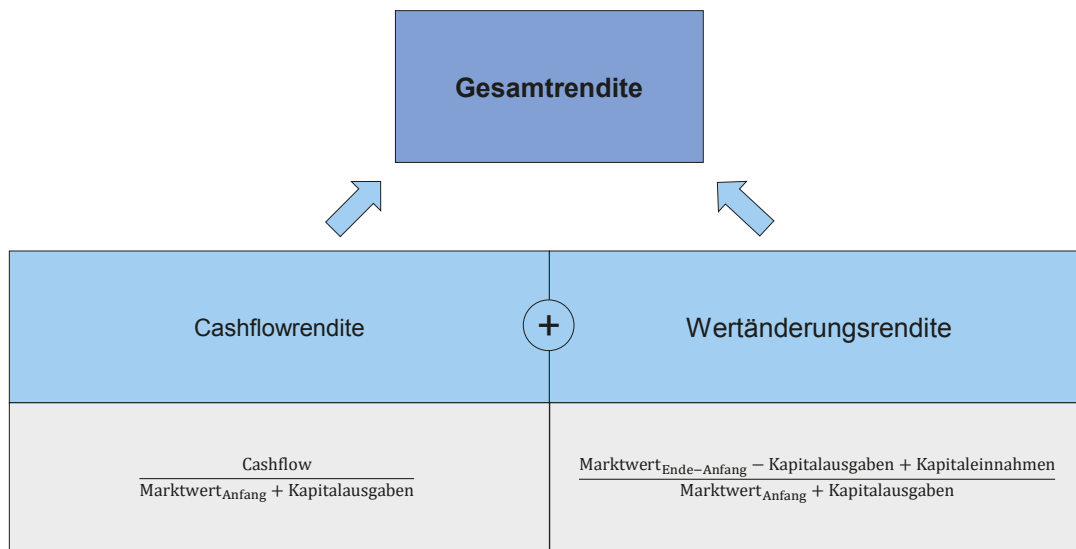
Keiner der Indizes basiert auf «repeat sales» von einzelnen Immobilien. Im Fall von KGAST und MSCI/WP basieren die Indizes auf «repeat measures», also auf Portfoliobewertungen, und die Reihen bilden die Entwicklung der Buchwerte in den Portfolios ab.⁸ Der Vorteil dieses Vorgehens ist, dass Qualitäten nicht bereinigt werden müssen. Allerdings misst der Index nicht die Performance des Marktes, sondern der Bewertungen (wertbasierte Indizes).

Der SWX IAZI Investment Real Estate Price Index versucht, die effektive Entwicklung auf dem Transaktionsmarkt abzubilden. Auch der SWX IAZI Investment Real Estate Performance Index ist ein «preisnaher» Index, denn die Wertänderungen basieren auf Transaktionen. Die Cashflow-Renditen basieren wie bei MSCI/WP und KGAST auf dem Marktwert. Die Indizes von FPRE versuchen, die Performance und Marktveränderung im Sinne von Inflationsmessung darzustellen. Dies wird erreicht, indem die Entwicklungen für spezifische Immobilien mit konstanter Qualität gemessen werden.

7.1.2 Performancemessung

Die Performance setzt sich aus der direkten (Cashflow-) und der indirekten (Wertänderungs-) Rendite zusammen. Die entsprechenden Indizes basieren auf dem folgenden Schema. Diese Berechnungsweise wird auch von FPRE verwendet, wobei FPRE jeweils Neubauten unterlegt, sodass im Betrachtungsjahr keine Erneuerungsinvestitionen anfallen.⁹

Abb. 7.1.2.1
Definitionen zur Performancemessung



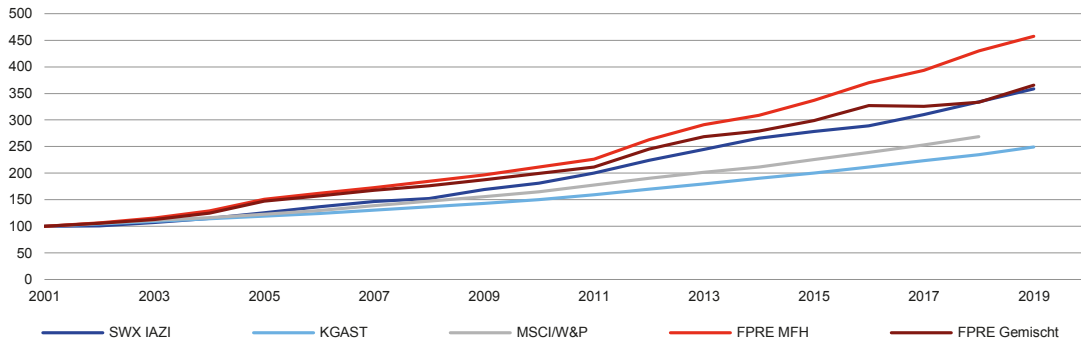
Quelle: Swiss Valuation Standard (SVS) – Best Practice of Real Estate Valuation in Switzerland. 3. Auflage. Zürich 2017.

Wie aus der folgenden Abbildung ersichtlich ist, zeigen die Performanceindizes in der Periode 2001 bis 2018 einen starken und kontinuierlichen Anstieg. Dabei weisen die beiden wertbasierten Indizes KGAST und MSCI/WP eine Performance von rund 130–170% gegenüber dem Anfangsjahr auf. Die etwas geringere Performance des KGAST-Index gegenüber den Messungen von MSCI/WP dürfte damit zu begründen sein, dass als direkte Komponente die Ausschüttungen berücksichtigt werden und nicht die eigentlichen Immobilien-Cashflows.

Die preis- und marktorientierten Indizes von IAZI und FPRE weisen eine deutlich höhere Performance von rund 240% (bis 2018) aus. Davon ausgehend, dass die Cashflow-Renditen der drei erstgenannten Benchmarks (KGAST, MSCI/WP, SWX IAZI) auf ähnlich zusammengesetzten Portfolios basieren und demnach auch sehr ähnliche Renditen ausweisen, ist die relativ grosse Differenz wohl dadurch zu erklären, dass die Marktwerte in den Portfolios nicht vollständig der effektiven Marktentwicklung folgen, sondern eine gewisse Glättung enthalten.¹⁰ Ein weiterer Grund könnte auch die Mischung der Nutzungen der berücksichtigten Immobilien sein, da ein Wohnportfolio unter Umständen vereinzelt Immobilien mit anderen Nutzungen enthalten kann. Diese Mischung ist ebenfalls relevant, wie der Vergleich der beiden FPRE-Reihen zeigt. Die Performance auf der Basis von 100% Wohnnutzung «FPRE MFH» ist deutlich höher als die Performance der Reihe «FPRE Gemischt», bei der der Wohnanteil 60% beträgt und 30% Büro- sowie 10% Verkaufsnutzungen enthalten sind.

Für die Interpretation der Unterschiede der Gesamtpformance und damit die Vergleichbarkeit der Indizes dürften demnach überwiegend die Nutzungsanteile sowie die Wert- bzw. Preisänderungsrenditen massgebend sein.

Abb. 7.1.2.2
Landesweite Performanceindizes für Renditeimmobilien im Vergleich (2001–2019)

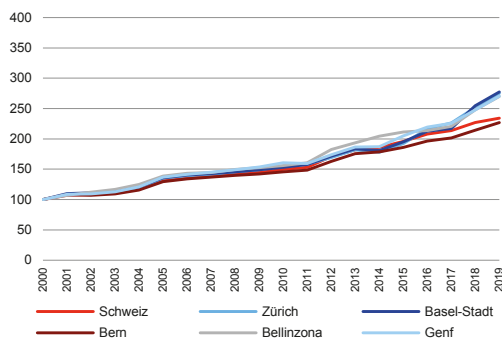


Anmerkung: Indiziert (Basis: Jahr 2001 = 100); Datenstand: 3. Quartal 2019.
Quellen: Fahrländer Partner, KGAST Immo-Index (Gesamtindex), MSCI/Wüest Partner Switzerland Annual Property Index, SWX IAZI Investment Real Estate Performance Index.

7.1.3 Wertentwicklung im Raum

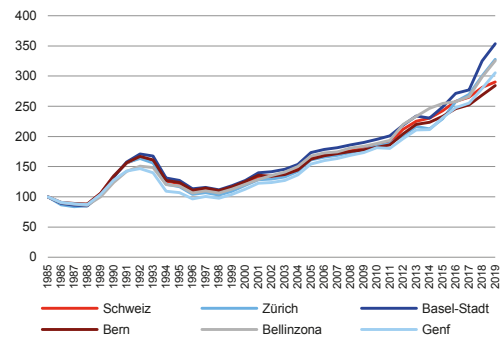
Zwischen dem Jahr 2000 (Jahresmittelwert) und 2019 (Mittelwert der ersten drei Quartale) sind die Werte für Mehrfamilienhäuser gemäss dem FPRE-MFH-Index wertgewichtet über alle Regionen und für einen Neubau mit konstanter Qualität landesweit um 135% gestiegen. Dabei ergeben sich grosse regionale Unterschiede hinsichtlich des Niveaus der Marktwerte: Das jeweils identische Index-Mehrfamilienhaus hat in den stark nachgefragten Regionen einen mehr als fünf Mal so hohen Marktwert wie in den Randregionen. Diese Wertdifferenz ist seit dem Jahr 2000 gestiegen, denn der Wertzuwachs war in den zentralen Regionen mit bis zu 155% deutlich ausgeprägter als in den Randregionen mit ca. 80%.

Abb. 7.1.3.1
Wertentwicklung Mehrfamilienhäuser – ausgewählte Regionen und Schweiz (2000–2019)



Anmerkung: Indiziert (Basis: Jahr 2000 = 100);
Datenstand: 3. Quartal 2019.
Quelle: Fahrländer Partner.

Abb. 7.1.3.2
Wertentwicklung Mehrfamilienhäuser – ausgewählte Regionen und Schweiz (1985–2019)



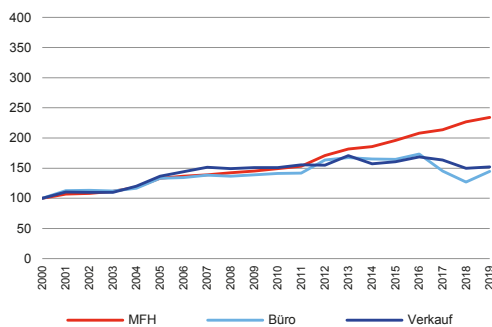
Anmerkung: Indiziert (Basis: Jahr 2000 = 100);
Datenstand: 3. Quartal 2019.
Quelle: Fahrländer Partner.

Aufgrund der räumlichen Verteilung der Mehrfamilienhäuser in der Schweiz ist der landesweite Wertindex stark durch die Entwicklungen der Zentren und Agglomerationen getrieben. An diesen Lagen ist die Nachfrage intakt, es besteht kein wirkliches Überangebot – bzw. an einzelnen Standorten weiterhin grosse Knappheit auf dem Nutzermarkt – und entsprechend sind stabile oder steigende Erträge zu beobachten. Aus diesem Grund schlägt der Anlagedruck der Investoren zinsseitig voll durch, was die Marktwerte nach oben treibt. Demgegenüber ist die Wertentwicklung bei den Büro- und Verkaufsimmobilen mit einem Anstieg von rund

50% seit dem Jahr 2000 deutlich tiefer. Dies ist zum Teil mit Entwicklungen auf den Nutzermärkten zu begründen, denn die Erträge sind weniger stark gestiegen als auf dem Wohnungsmarkt. Dazu kommt, dass sich viele Investoren – insbesondere solche mit grossem Anlagedruck – auf Wohnimmobilien fokussieren, sodass die Verzinsungsanforderungen in diesem Bereich deutlich stärker gesunken sind als im Bürobereich. Bei Letzterem stehen nur gerade ein Dutzend Gemeinden im Fokus der Investoren, und ausserhalb dieser Kerngebiete lässt die Nachfrage nach Büroimmobilien bereits stark nach. Denn: Büroimmobilien werden von vielen als stark konjunkturabhängig und volatil betrachtet, während bei MFH argumentiert wird, «dass immer gewohnt werde».

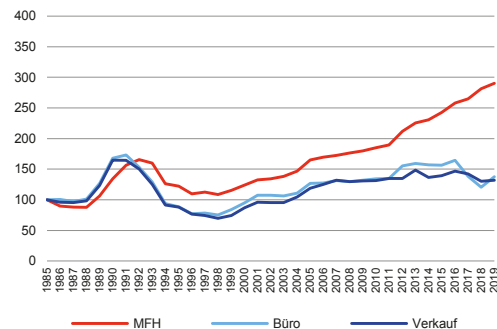
Insbesondere im langfristigen Verlauf ist bei sämtlichen gezeigten Indexreihen zu beachten, dass es sich um nominale Betrachtungen handelt. Bei einer Inflation von rund 48% seit 1985 ist die reale Wertentwicklung bei Büro- und Verkaufsimmobiliien – immerhin – nahe Null, sodass Inflationsschutz bestand, während bei den Mehrfamilienhäusern eine positive Wertänderungsrendite resultiert.

Abb. 7.1.3.3
Wertentwicklung Mehrfamilienhäuser, Büro-, Verkaufsimmobiliien Schweiz (2000–2019)



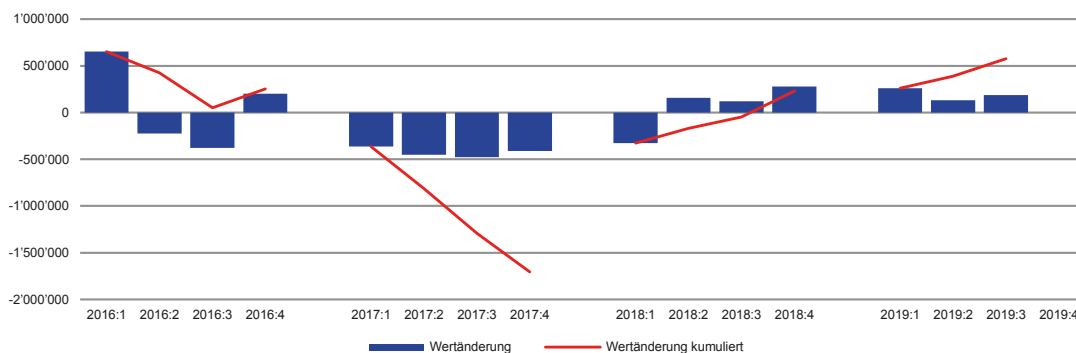
Anmerkung: Indexiert (Basis: Jahr 2000 = 100);
Datenstand: 3. Quartal 2019.
Quelle: Fahrländer Partner.

Abb. 7.1.3.4
Wertentwicklung Mehrfamilienhäuser, Büro-, Verkaufsimmobiliien Schweiz (1985–2019)



Anmerkung: Indexiert (Basis: Jahr 1985 = 100);
Datenstand: 3. Quartal 2019.
Quelle: Fahrländer Partner.

Abb. 7.1.3.5
Quartalsweise Wertänderungen Büroimmobiliien, Schweiz (2016–2019)

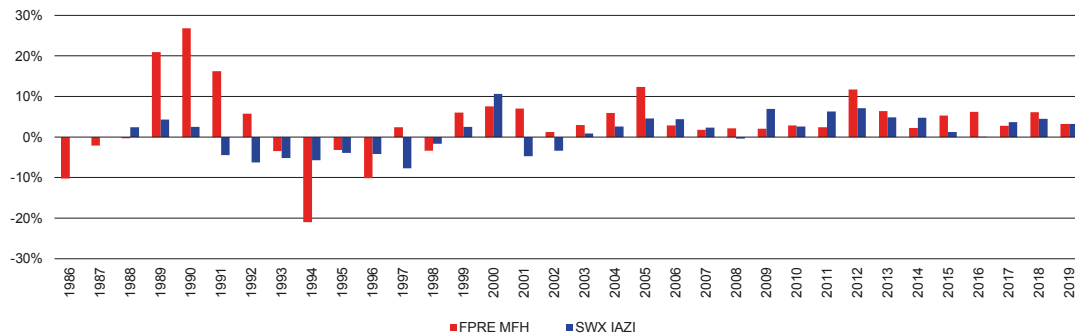


Anmerkung: Die Balken stellen die Wertänderung zum Vorquartal dar.
Die Linien stellen jeweils die Wertänderung zum 4. Quartal des Vorjahres dar.
Quelle: Fahrländer Partner.

7.2 Wertentwicklung im Vergleich

Der Vergleich der prozentualen Wertänderungen gemäss dem FPRE-MFH-Index und dem SWX IAZI Investment Real Estate Price Index zeigt für den Zeitraum 1998 bis 2019 ein ähnliches Bild. Hingegen zeigt der FPRE-Index insbesondere von 1986 bis ca. 1996 deutlich stärkere Preisänderungen als der IAZI-Index.

Abb. 7.2.1
Wertänderungen FPRE MFH und SWX IAZI (1986–2019)

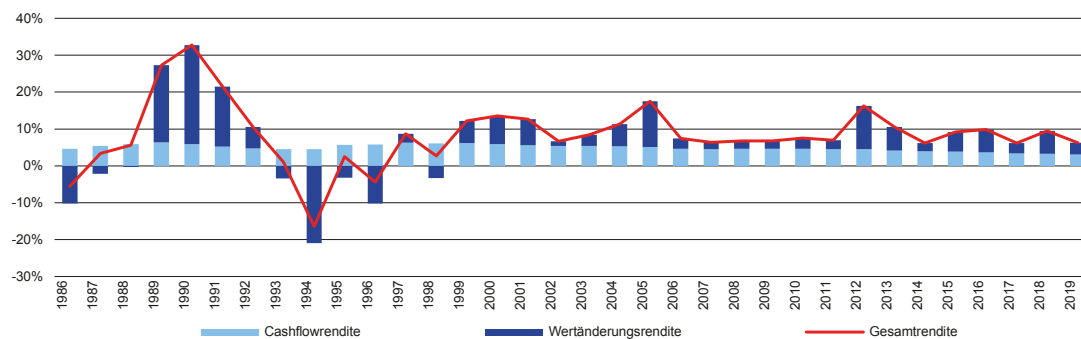


Anmerkung: Datenstand: 3. Quartal 2019.
Quelle: Fahrländer Partner, SWX IAZI Investment Real Estate Price Index.

7.3 Markt-Performancemessung FPRE

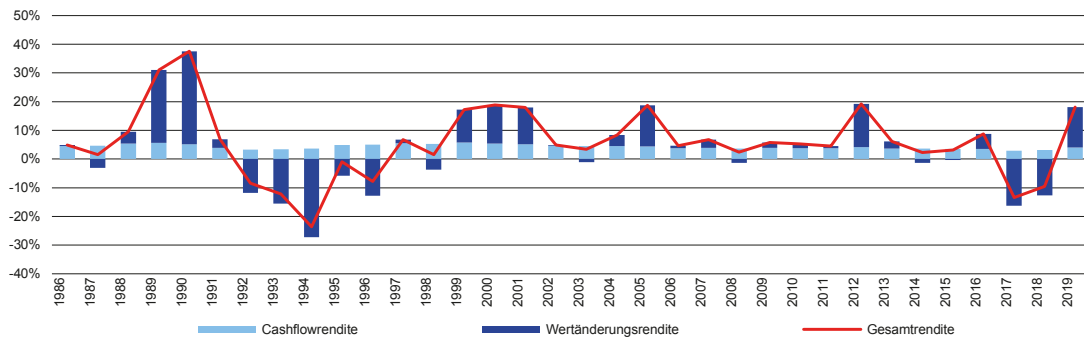
Aufgrund der Konstruktionsweise der FPRE-Indizes kann neben der Wertentwicklung auch die Cashflow-Rendite für die Index-Immobilien der FPRE-Indizes berechnet werden. Addiert man diese zu den Wertänderungen, wird die jährliche Performance dargestellt. Ein Einbruch der Cashflow-Renditen erfolgte zu Beginn der 1990er Jahre, als die Mieten einstürzten und die Leerstände nach oben schnellten. Aufgrund der Korrektur der Marktwerte sowie der Erholung auf den Nutzermärkten stiegen die Cashflow-Renditen bis Ende der 1990er Jahre wieder auf ein «übliches» Niveau. Seither erodieren die direkten Renditen, nicht jedoch aufgrund sinkender Erträge – im Gegenteil – sondern aufgrund der kapitalmarktbedingt immer geringeren Renditeerwartungen der Investoren.

Abb. 7.3.1
Gesamtrendite Mehrfamilienhäuser Schweiz (1986–2019)



Anmerkung: Datenstand: 3. Quartal 2019.
Quelle: Fahrländer Partner.

Abb. 7.3.2
Gesamtrendite Büroimmobilien Schweiz (1986–2019)

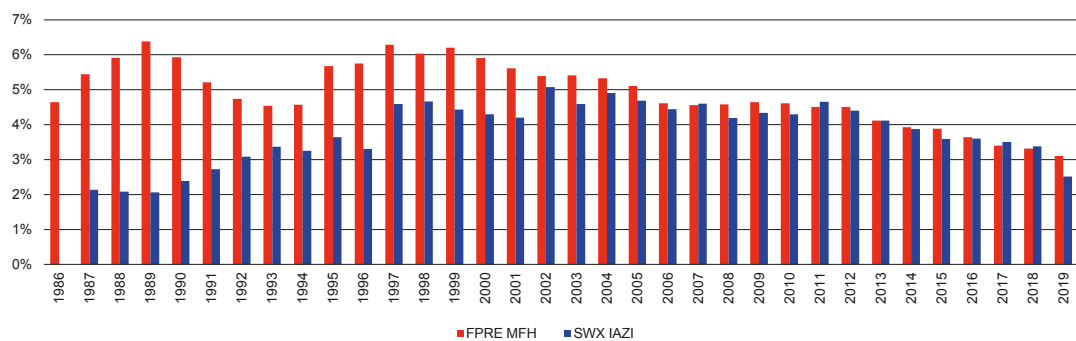


Anmerkung: Datenstand: 3. Quartal 2019.
Quelle: Fahrländer Partner.

7.4 Performance im Vergleich

Gegeben die Performancemessung sowie die Preisindizes sind die resultierenden Cashflow-Renditen des IAZI-Index bis zur Jahrtausendwende deutlich geringer als die von FPRE gemessenen Renditen. Spätestens ab dem Jahr 2006 sind die beiden Zeitreihen praktisch deckungsgleich und kontinuierlich sinkend.¹¹

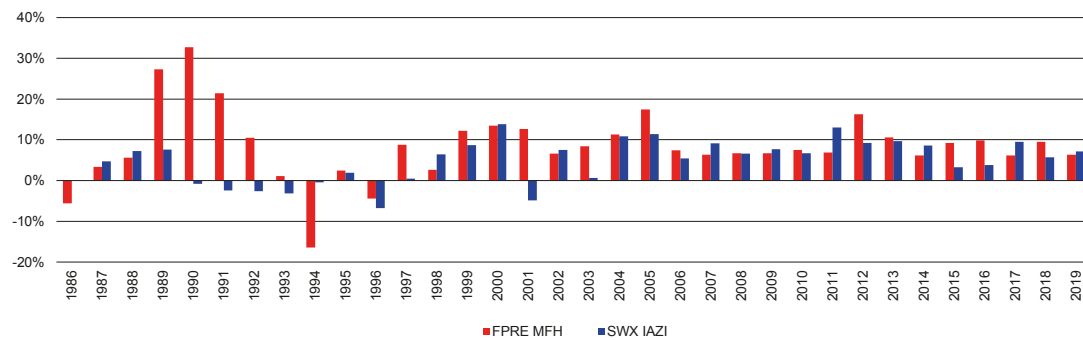
Abb. 7.4.1
Cashflow-Renditen FPRE MFH und SWX IAZI (1986–2019)



Anmerkung: Datenstand: 3. Quartal 2019.
Quelle: Fahrländer Partner, SWX IAZI Investment Real Estate Performance Index.

Als Folge der Unterschiede in den Cashflow- und Wertänderungsrenditen der beiden Indexprovider während der früheren Zeit der Messungen ergeben sich auch grosse Unterschiede bei der Performance. Aufgrund der grossen Ähnlichkeit der beiden Komponenten ab der Jahrtausendwende zeigt sich für die Zeit ab 2000 hingegen ein sehr ähnliches Bild, wobei wiederum beachtet werden muss, dass der dargestellte FPRE-Index reine MFH abbildet, während der IAZI-Index auch einen Anteil Geschäftsnutzungen enthält.

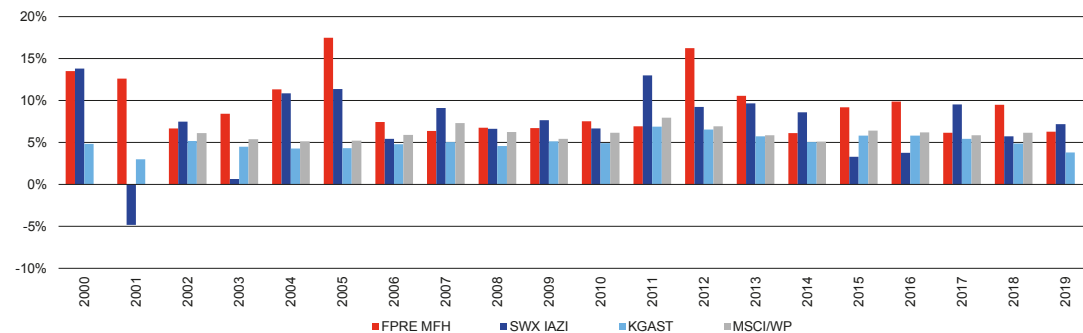
Abb. 7.4.2
Jährliche Performance FPRE MFH und SWX IAZI (1986–2019)



Anmerkung: Datenstand: 3. Quartal 2019.
Quelle: Fahrländer Partner, SWX IAZI Investment Real Estate Performance Index.

Der Vergleich ab 2000 mit den beiden bewertungsbasierten Indizes von KGAST und MSCI/WP komplettiert das Bild: Die beiden marktbasieren Indizes von FPRE und IAZI weisen eine deutlich höhere Performance auf als die wertbasierten Messungen. Der Unterschied beläuft sich im Allgemeinen auf rund 2 Prozentpunkte pro Jahr, wobei dies primär auf unterschiedliche Wertänderungen zurückzuführen sein dürfte und weniger auf Unterschiede bei der direkten Komponente.

Abb. 7.4.3
Jährliche Performance FPRE MFH, KGAST, MSCI/WP und SWX IAZI (2000–2019)



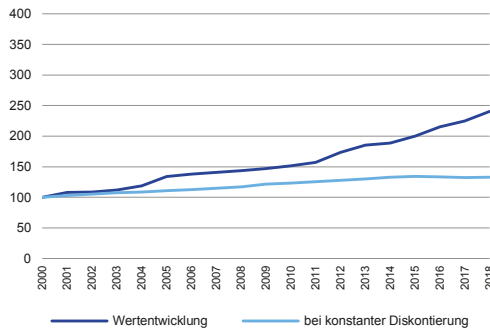
Anmerkung: MSCI/WP: 2002–2018; Datenstand: 3. Quartal 2019.
Quelle: Fahrländer Partner, SWX IAZI Investment Real Estate Performance Index, KGAST, MSCI/WP.

7.5 Weiterführende Analysen

7.5.1 Marktanalyse und Einschätzung

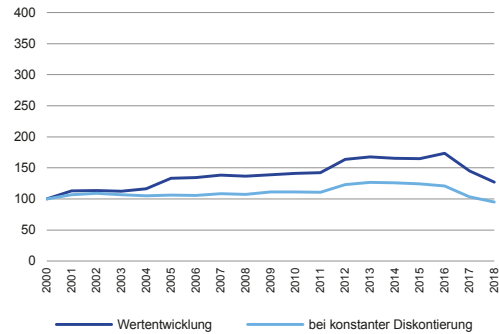
Die Konstruktionsart der FPRE-Indizes erlaubt weiterführende Analysen. Ein Beispiel dafür ist die Dekomposition der Wertänderung, denn diese kann sowohl ertrags- als auch zinsseitig begründet werden. Wird die Verzinsung bzw. der verwendete Kapitalisierungssatz über die Zeit konstant gehalten, entsteht ein zweiter Index, der ausschliesslich von den Nettoerträgen, also im Wesentlichen den Mieten und den Leerständen getrieben wird. Dieser zweite Index zeigt den ertragsseitigen Beitrag am Gesamtindex – ca. ein Viertel der Wertänderung – und die Differenz der beiden Indizes entspricht dann dem Beitrag des Kapitalisierungssatzes, nämlich rund drei Viertel.

Abb. 7.5.1.1
 Dekomposition der Wertentwicklung
 Mehrfamilienhäuser Schweiz (2000–2018)



Anmerkung: Indexiert (Basis: Jahr 2000 = 100).
 Quelle: Fahrländer Partner.

Abb. 7.5.1.2
 Dekomposition der Wertentwicklung
 Büroimmobilien Schweiz (2000–2018)



Anmerkung: Indexiert (Basis: Jahr 2000 = 100).
 Quelle: Fahrländer Partner.

Tab. 7.5.1.3
 Dekomposition der Wertentwicklung auf Ertrags- und Verzinsungseffekte (2000–2018)

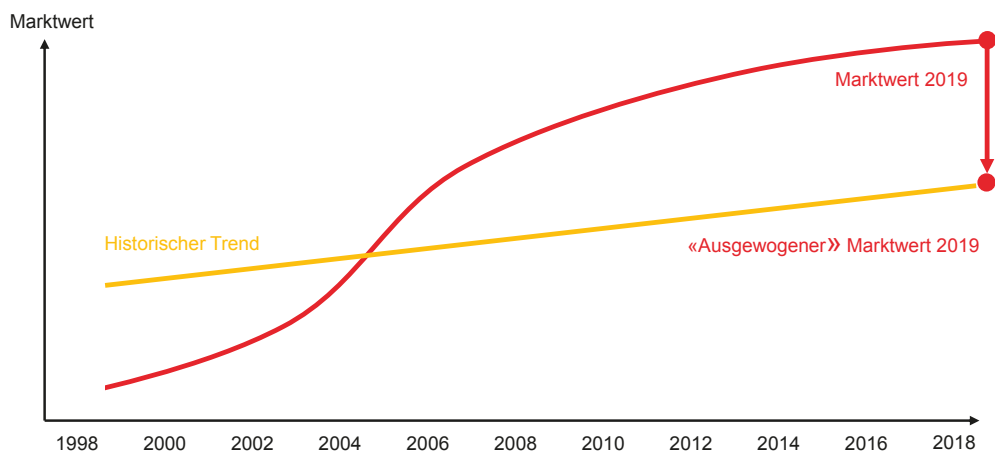
	MFH	Büro	Verkauf
Wertentwicklung	140%	23%	54%
Beitrag Ertragsseite (Netto-Cashflow)	33%	-8%	10%
Beitrag Verzinsungsseite (Wertänderung)	107%	31%	44%

Quelle: Fahrländer Partner.

7.5.2 Heatmaps, langfristige Trends und zyklische Prognosen

Eine Verstetigung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklungen oder einzelner Märkte ist nicht möglich und wird in der Realität auch nicht beobachtet. Hingegen befinden sich Märkte immer wieder in spannungsfreien – ausgewogenen – Zuständen. Mittels langer Zeitreihen wird versucht, Trendentwicklungen zu erkennen und zu messen. Dabei handelt es sich nicht a priori um lineare Trends und Extrapolationen derselben, denn die mittleren Entwicklungen können im Zeitverlauf auch Veränderungen erfahren. Hinzu kommt, dass langfristig konstante prozentuale Annahmen zu einer exponentiellen Entwicklung führen würden, was nicht a priori der Fall ist. FPRE misst mittels so genannter Hodrick-Prescott-Filter die langfristigen realen Trends der Entwicklungen. Diese schneiden hin und wieder die Indizes und anhand wirtschaftshistorischer Literatur wird beurteilt, ob diese Schnittpunkte auch in der Realität ausgewogenen Marktsituationen entsprachen.

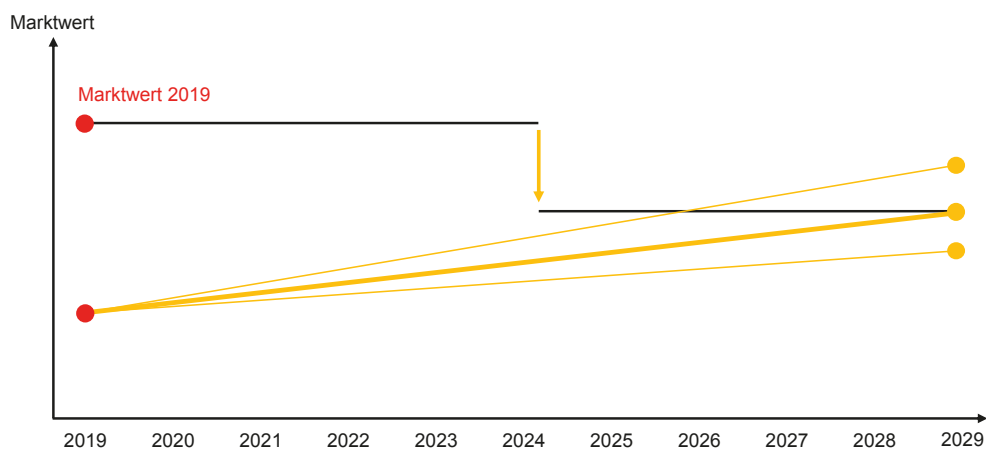
Abb. 7.5.2.1
Trendmessung im Real Estate Scenario Cockpit



Quelle: RESC Fahrländer Partner.

Während in der Schweiz Indizes «erst» ab 1970 bzw. 1985 bestehen, werden die Preise von Immobilien andernorts seit Hundert und mehr Jahren gemessen. Die längsten wohl bekannten Indizes sind der Herengracht-Index in Amsterdam sowie ein Preisindex für die Pariser Innenstadt, die beide für mehrere Hundert Jahre verfügbar sind. Fazit: Nach Altersentwertung und Demodierung sind die realen Preisentwicklungen langfristig nahe bei Null. Aber eben, nur nahe bei Null; denn über mehrere Hundert Jahre summieren sich auch geringe positive reale Entwicklungen zu einem beachtlichen Ergebnis. Allerdings handelt es sich um eine Aussage zur realen Entwicklung, d. h. die Inflationsschutzthese scheint langfristig zu gelten. Auf der Basis der historischen Trendanalysen werden die langfristigen realen Trends in die Zukunft gelegt. Durch Fortschreibung entsteht dabei der mittlere reale Trend, auf dessen Basis und anhand der Ergebnisse des Prospektivmodells von FPRE langfristige Alternativszenarien berechnet werden. Zudem wird der Trend wiederum mit einer langfristigen Teuerungserwartung inflationiert.

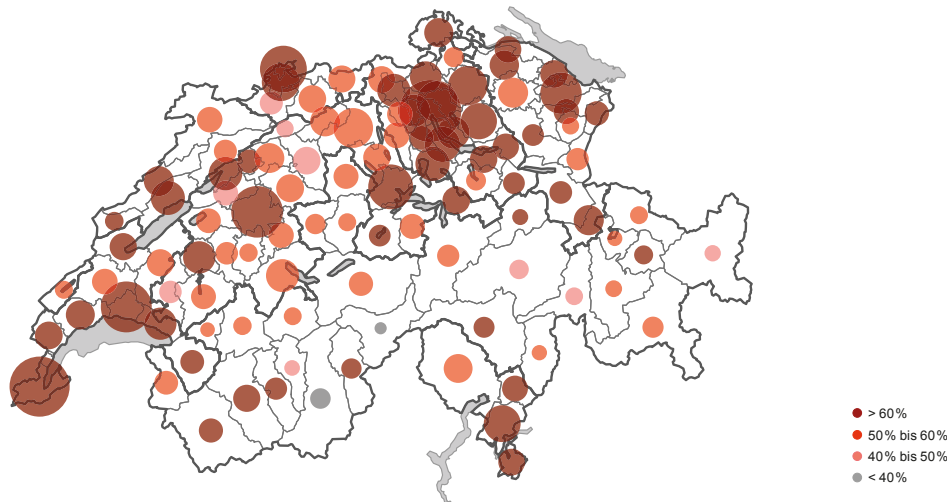
Abb. 7.5.2.2
Trendmodellierung im Real Estate Scenario Cockpit



Quelle: RESC Fahrländer Partner.

Sind die Trends gelegt, kann für jeden historischen und den aktuellen Zeitpunkt und für jeden Index (z. B. MS-Region) die Differenz zwischen Index und Trend gemessen werden. Daraus können entsprechende Heatmaps erstellt werden.

Abb. 7.5.2.3
Heatmap Mehrfamilienhäuser (2018)

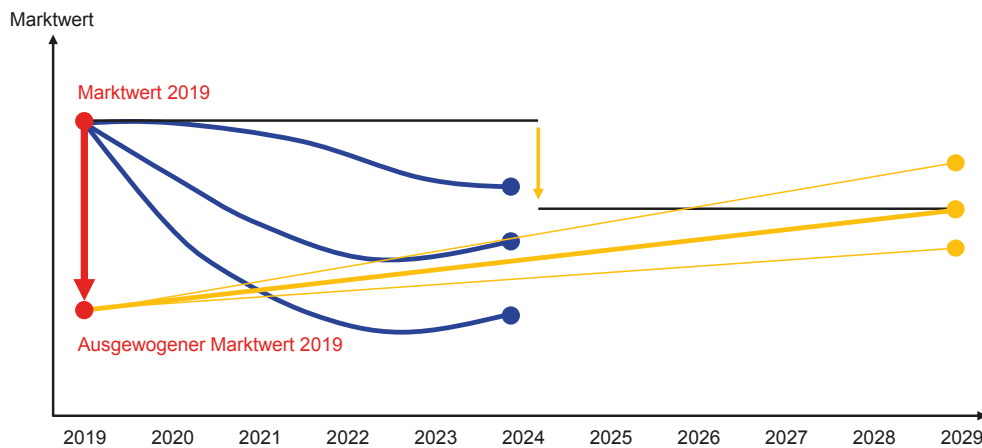


Anmerkung: Marktwert 2018 / Ausgewogener Marktwert 2018 – 1. Kreisradius in Relation zum Bestand an Mietwohnungen 2015.
Quelle: RESC Fährländer Partner.

Liegen Indizes vor und sind die Trends sowie die langfristigen Erwartungen bekannt, dann muss der Index in der Zukunft mal über, mal auf und mal unter dem Trend liegen. Dies ist natürlich Theorie, denn weder ist der Index wirklich bekannt, sondern «nur» möglichst gut gemessen, die Trendmodellierungen basieren teilweise auf Beurteilungen, und die Zukunft steht sowieso in den Sternen. Empirische Anpassungspfade auf den Trend können «irgendeinen» Verlauf haben und eine hohe Markttemperatur muss nicht automatisch dazu führen, dass eine Korrektur bevorsteht. Es kann aber eine Korrektur bevorstehen.

Um die Anpassungen an den Trend zu modellieren, werden Zeitreihenanalysen vorgenommen, denn die Entwicklungen auf den Immobilienmärkten sind wiederum eine Funktion der gesamtwirtschaftlichen und demographischen Entwicklungen, der langfristigen Knappheit bzw. Bauzonenreserven, insbesondere auch der Entwicklung der Zinsen und Kapitalmärkte sowie weiterer Faktoren. Diese Zusammenhänge werden zunächst theoretisch analysiert und dann mittels analytischer Statistik gemessen. Schliesslich kann ein – in sich konsistentes – Set von Annahmen über die weiteren Entwicklungen der Einflussfaktoren erstellt werden. Durch Einsetzen in die statischen Gleichungen resultiert der Szenario basierte Anpassungspfad (blau dargestellt in nachstehender Abbildung). Obschon auch Szenarien Skizzen über eine unbekannt Zukunft sind, lohnt es sich, mögliche Anpassungspfade aufzuzeigen und zu diskutieren.

Abb. 7.5.2.4
Zyklische Prognosen im Real Estate Scenario Cockpit



Quelle: RESC Fahrländer Partner.

7.6 Methodisches zu den Marktindizes für Renditeimmobilien von FPRE

FPRE berechnet seit dem Jahr 2008 räumlich differenzierte marktnahe Wertindizes für Renditeimmobilien für MFH, Büro- und Verkaufsimmobilien.¹² Das Startjahr der Indizes ist 1985, wobei Jahreswerte ausgewiesen werden. Die Berechnung basiert auf einer Nettokapitalisierung von transaktionsbasierten bzw. transaktionsnahen Wertelementen, wobei diese für Index-Immobilien mit konstanter Qualität auf Ebene Ortschaften/Stadtquartiere erfolgt. Diese Elementarindizes werden marktgewichtet auf Ebene MS-Regionen, Kantone, FPRE-Regionen sowie landesweit aggregiert.¹³ Bei Bedarf können andere Aggregate erzeugt werden.

Seit der Erstpublikation 2008 haben sich die Datengrundlage und die Modellierung seitens FPRE verbessert, und es wurden verschiedene Studien auf der Grundlage der Marktindizes für Renditeimmobilien von FPRE erstellt. Die daraus gewonnenen Erkenntnisse sowie die verbesserte Datenlage sind der Anlass, die gesamten Reihen zu überarbeiten und zu dokumentieren. Zudem ermöglichen es die neuen Modellierungen, die Zeitreihen für MFH sowie Büroimmobilien ab dem Jahr 2010 nicht nur jährlich, sondern auch quartalsweise auf Ebene MS-Region zu berechnen. Verkaufsimmobilien werden ab dem Jahr 2017 quartalsweise berechnet.

Tab. 7.6.1
Spezifikationen der Index-Immobilien

	MFH	Büro	Verkauf
Zustand	Neubau	Neubau	Neubau
Fläche	3- und 4-Zimmer-Whg.	1'000m ² NF	1'000m ² NF
Ausbau	Vollausbau	Edelrohbau	Edelrohbau
Standard	durchschnittlich	durchschnittlich	durchschnittlich
Mikrolage	durchschnittlich	durchschnittlich	durchschnittlich

Quelle: Fahrländer Partner.

7.6.1 SOLL-Mietzinseinnahmen

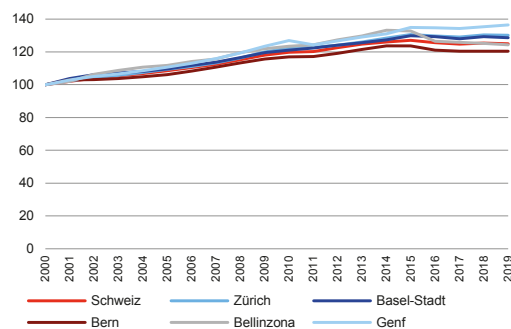
Die nachhaltigen Soll-Mietzinseinnahmen werden für die neueren Jahre auf der Basis der quartalsweise aktualisierten, hedonischen Modelle von FPRE geschätzt. Dabei ist der Startpunkt unterschiedlich: bei MFH und Büroflächen ist es das Jahr 2010, bei Verkaufsflächen das Jahr 2017. Für den Zeitraum 2000 bis zum Beginn der rein hedonischen Messung werden auf Ebene MS-Region modellierte Mieten mit begrenzter Qualitätsbereinigung verwendet. Der Zeitraum 1985 bis 2000 stützt sich auf die von der SNB publizierten angebotsbasierten Reihen, die von Wüest Partner berechnet wurden. Während für die Geschäftsflächen einzig die Marktmieten verwendet werden, basieren die Mietzinseinnahmen bei den Mehrfamilienhäusern auf einer Mischung der Marktmieten und den vom BFS publizierten Bestandsmieten.

7.6.1 Leerstand

Als struktureller Leerstand und damit als nachhaltig zu erwartender Ertragsausfall werden bei den MFH modellierte Leerstände für Mietwohnungen verwendet, welche auf den vom BFS publizierten Zahlen zu den Leerwohnungen basieren. Diese modellierten Leerstände werden auf kommunaler Ebene nach oben begrenzt. Durch die Begrenzung wird das Bewerter- und Käuferkalkül simuliert, denn kurzfristige lokale Extreme werden üblicherweise nicht für alle künftigen Jahre angenommen, sondern es wird von einer Normalisierung der Verhältnisse an solchen Orten ausgegangen.

Bei den Geschäftsimmobilien liegen insbesondere über lange Zeiträume keine oder nur räumlich begrenzt öffentliche Statistiken vor. FPRE verfügt über ein Leerstandsmodell, das nach Grossregionen und darin nach Zentralität unterscheidet. Aus den Soll-Mietzinseinnahmen und dem Leerstand lassen sich die Ist-Mietzinseinnahmen berechnen.

Abb. 7.6.1.1
IST-Mietzinseinnahmen Mietwohnungen –
ausgewählte Regionen, Schweiz (2000–2019)

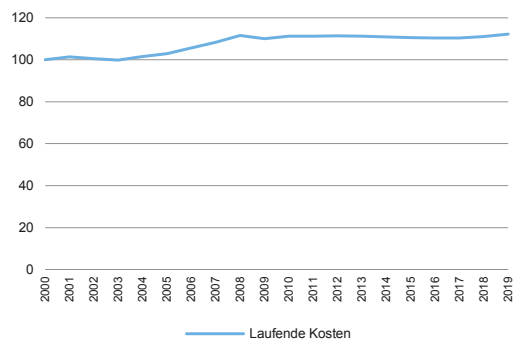


Anmerkung: Indexiert (Basis: Jahr 2000 = 100).
Datenstand: 3. Quartal 2019.
Quelle: Fahrländer Partner.

7.6.2 Kosten

Die laufenden Kosten für Betrieb, Unterhalt und Reparaturen sowie die Annuität der Erneuerungskosten basieren auf den Benchmarks von FPRE, die auf die Index-Objekte angewendet werden.

Abb. 7.6.2.1
Laufende Kosten Mietwohnungen (2000–2019)

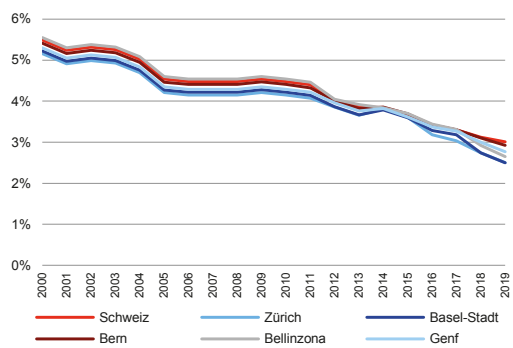


Anmerkung: Indexiert (Basis: Jahr 2000 = 100).
Datenstand: 3. Quartal 2019.
Quelle: Fahrländer Partner.

7.6.3 Kapitalisierung

Der aus den IST-Mietzinseinnahmen und den Kosten resultierende Nettoertrag wird nun zum Marktwert kapitalisiert. Als Kapitalisierungssatz wird für den Zeitraum 1985 bis 2008 ein WACC-basierter Ansatz verwendet. Ab dem Jahr 2009 werden Zinssätze aus dem Diskontierungsmodell von FPRE verwendet.¹⁴

Abb. 7.6.3.1
Kapitalisierungssatz Mietwohnungen –
ausgewählte Regionen, Schweiz (2000–2019)



Datenstand: 3. Quartal 2019.
Quelle: Diskontierungsmodell Fahrländer Partner.

Anmerkungen und Quellen

- ¹ Weiter ist zu beachten, dass dies eine reine Immobiliensicht ist. Overhead, Transaktionskosten und Grundstückgewinnsteuern werden beispielsweise nicht berücksichtigt.
- ² Mit Ausnahme des KGAST Immo-Index weisen die Indizes die reine Immobiliensicht, ohne Overheadkosten etc. aus. Insofern sind sie auch nicht vollständig mit den Verläufen von Fonds und Aktiengesellschaften vergleichbar.
- ³ Quelle: Konferenz der Geschäftsführer von Anlagestiftungen: KGAST Immo-Index. Factsheet per 30.04.2019. <http://www.kgast.ch/immo-index>.
- ⁴ Quelle: MSCI (2019) in association with Wüest Partner (2019); MSCI/Wüest Partner Switzerland Annual Property Index (Unfrozen) (CHF). Vgl. Auch MSCI (2019): Schweizer Immobilien Index 2018. <http://www.msci.com>.
- ⁵ Quelle: IAZI (Hrsg.) (2019): SWX IAZI Real Estate Index Familie – Kurzinfo. <http://www.iazi.ch>.
- ⁶ Quelle: Ebd.
- ⁷ Vgl. Methodenbeschrieb am Ende des Kapitels.
- ⁸ Im Falle von KGAST ist zu berücksichtigen, dass die Performance der Gefässe betrachtet wird, d.h. die direkte Rendite basiert auf den effektiven Ausschüttungen der Gefässe. Aufgrund von Overheadkosten sind diese etwas geringer als die reinen Cashflow-Renditen der Immobilien.
- ⁹ Die Performance kann mit und ohne Reinvestition der Cashflows berechnet werden. Die ausgewiesenen Indizes sind ohne Reinvestition berechnet.
- ¹⁰ Vgl. dazu auch Matter, D. (2016): Buchwerte und Transaktionspreise: «Luft im System». In: Swiss Real Estate Journal Nr. 12, S. 13–18. Journal Nr. 12, S. 13–18.
- ¹¹ Zu beachten ist, dass die FPRE-Werte in dieser Abbildung auf Jahresmittelwerten basieren, diejenigen von IAZI auf Jahresendwerten.
- ¹² Vgl. dazu Matter et al. (2009): IMMOPROG 2009: Prognosen der regionalen Immobilienmärkte für Geschäfts- und Wohnflächen: Sonderkapitel Real Estate Scenario Cockpit.
- ¹³ Vgl. dazu Matter et al. (2014): Immobilien-Almanach Schweiz 2015: Immobilien-Preisindizes: Sinn und Zweck, Konstruktion.
- ¹⁴ Vgl. dazu Matter et al. (2017): Immobilien-Almanach Schweiz 2018: Diskontierung.

