

Sterbetafeln für Immobilien

Portfoliosteuerung Der Einsatz von Risikokennzahlen kann die Entwicklung nachhaltiger Strategie für direkte Immobilienanlagen verbessern.

ROLF TRUNINGER UND DANIEL WEBER

Die Führung eines Immobilienportfolios beinhaltet für institutionelle Anleger das Wissen über vorhandene Risiken und Schwankungen von zukünftigen Cashflows. Sinkt die Zuverlässigkeit der Bauteile eines Objekts infolge einer falschen Instandsetzungsstrategie, steigt das Risiko von Ertragsausfällen aufgrund von Mietzinsreduktionen oder Leerständen. Die Folgen sind Schwankungen bei künftigen Cashflows und tiefere Renditen.

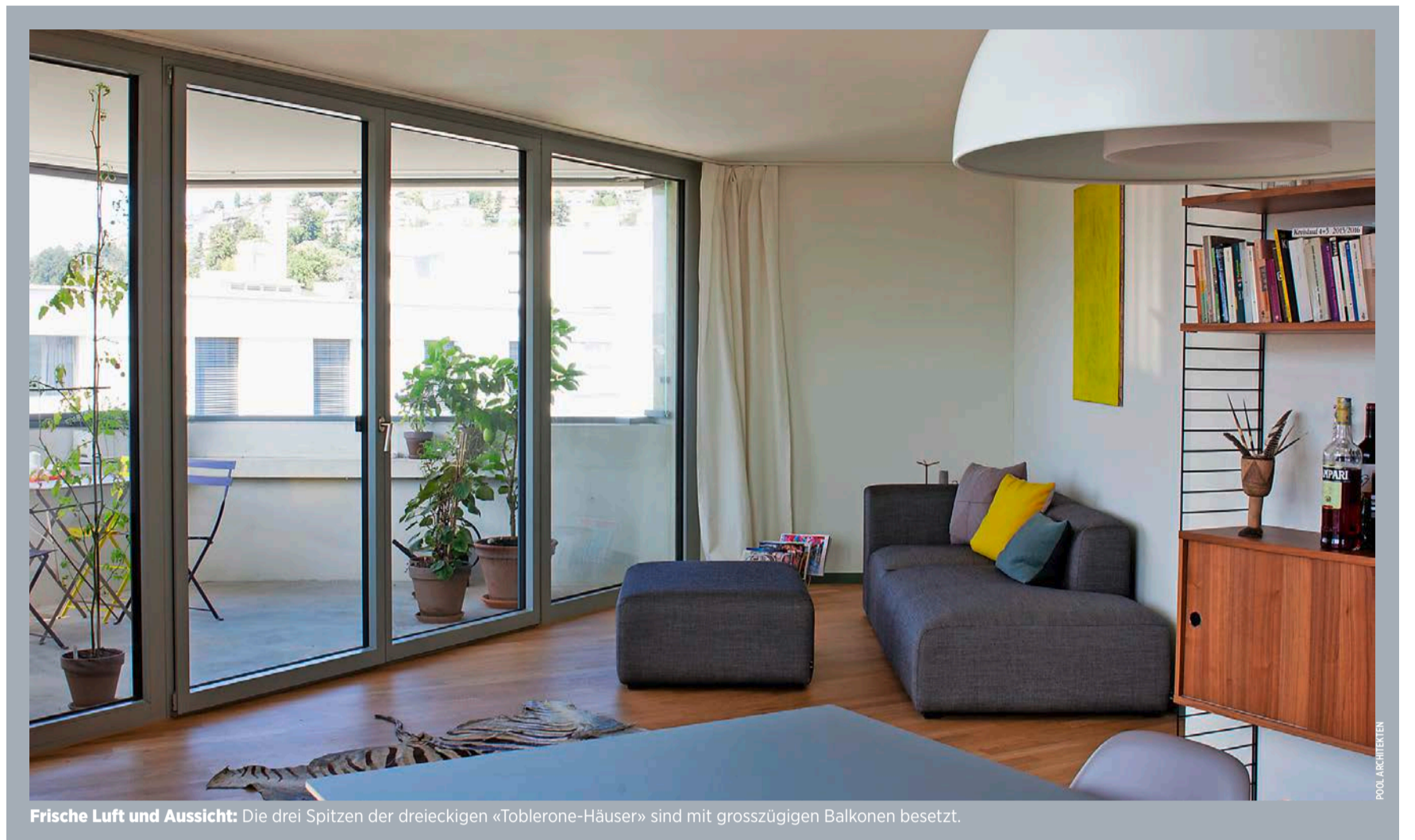
Ein Riskmanagement, welches die Wahrscheinlichkeit der erwarteten zukünftigen Cashflows in Abhängigkeit vom Objektrisiko darstellt, kann hier Abhilfe schaffen. In Analogie zu Sterbetafeln können für Immobilien die Ausfallwahrscheinlichkeiten wichtiger Bauteile kalkuliert werden.

Für die Kalkulation von Renten kommen Sterbetafeln zum Einsatz. Dabei werden von bestimmten Personengruppen die alters- und geschlechtsabhängigen Sterbewahrscheinlichkeiten mit statistischen Methoden geschätzt. Die Wahrscheinlichkeit einer x-jährigen Person, vor Erreichen des Alters x+1 zu sterben, heisst Sterbewahrscheinlichkeit.

Adaption für Immobilien

Dieser Ansatz aus der Lebensversicherung kann analog auf Gebäudebauteile angewendet werden. Bauteile wie Flachdach, Fassade oder Fenster bilden die Personengruppen. Die Sterbewahrscheinlichkeit wird im Zusammenhang mit Bauteilen Ausfallwahrscheinlichkeit genannt. Das Ereignis Ausfall tritt dann ein, wenn ein Bauteil die Gebrauchstauglichkeit verliert und nicht mehr für den vorgesehenen Zweck genutzt werden kann.

Die Ausfallwahrscheinlichkeit ist, wie in der Lebensversicherung, von verschiedenen Faktoren abhängig. Dazu zählen das Alter, die Materialisierung und nicht zuletzt die Qualität der Instandhaltung des Bauteils. Liegt ein repräsentativer Datensatz über das Alterungs- und Ausfallverhalten von einzelnen Bauteilen vor, lässt sich eine aussagekräftige «Sterbetafel» erstellen. Theoretische Wahrscheinlichkeitsverteilungen können den Ansatz der empirischen Sterbetafel ergänzen, um



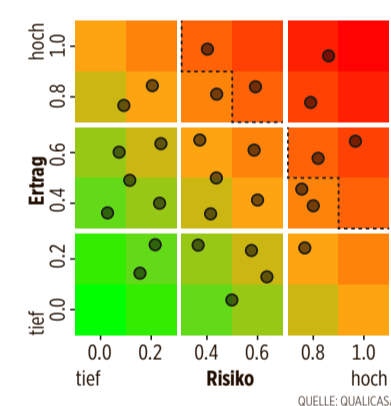
Frische Luft und Aussicht: Die drei Spitzen der dreieckigen «Toblerone-Häuser» sind mit grosszügigen Balkonen besetzt.

Aussagen über das Ausfallverhalten eines Bauteils für Zeitpunkte zu treffen, die ausserhalb bekannter Beobachtungszeiträume liegen. Im wissenschaftlich testierten Lebenszyklusmodell von Qualicasa sind aus der Empa-Bauschadendatenbank sowie der eigenen zwanzigjährigen Erfahrung diese Attribute hinterlegt.

Mit dieser kombinierten Methode lässt sich für jedes Bauteil und dessen Alter ein verlässliches Indiz für die Gebrauchstauglichkeit bestimmen, die auch als Zuverlässigkeit bezeichnet wird. Eine hohe Zuverlässigkeit bedeutet eine tiefe Ausfallwahrscheinlichkeit. Analog gilt der Umkehrschluss. Mit geeigneten Gewichtungen lassen sich diese Zuverlässigkeiten einzelner Bauteile aggregieren und Aussagen über die Zuverlässigkeit eines ganzen Gebäudes, das sogenannte Objektrisiko, treffen. Bauteile mit direkten Auswirkungen auf den Mietzins und folglich den Cashflow, zum Beispiel Wärmezeugung oder Elektroanlagen, erhalten dabei eine

Wo es hinzuschauen gilt

Punkte stehen für Gebäude eines Portfolios.



höhere Gewichtung. Die aggregierte Risikokennzahl beschreibt nicht nur die momentane Zuverlässigkeit, sondern widerspiegelt auch den allgemeinen baulichen Zustand des Gebäudes. Sie dient als Instrument für die qualitative Beurteilung

und zugleich als Riskmanagement für die strategische Planung von Immobilien.

Ergänzend zum stichtagsbezogenen Risiko-Ertrags-Verhältnis gibt eine dynamische Zehnjahressimulation der Zuverlässigkeit von Gebäuden im Portfolio den notwendigen Risikoüberblick und den finanziellen Weitblick.

Fundiert planen, rechtzeitig handeln

Die Abbildung Risiko-Ertrags-Verhältnis (siehe Grafik) hilft, in einer Risikomatrix das Risiko und die finanziellen Auswirkungen eines verfrühten Bauteilausfalls innerhalb des Immobilienportfolios zu veranschaulichen. Jeder Punkt repräsentiert ein Gebäude eines Portfolios. Auf der x-Achse ist die Zuverlässigkeit eines Gebäudes, ermittelt aus der Zuverlässigkeit der einzelnen Bauteile, abgebildet. Eine hohe Zuverlässigkeit bedeutet ein tiefes Risiko für einen Bauteilausfall und umgekehrt. Auf der y-Achse ist der relative Ertrag eines Gebäudes innerhalb des Port-

folios abgebildet. Ein tiefer Ertrag bedeutet beim Ereignis Ausfall eine geringe Auswirkung auf die Gesamtrendite des Portfolios und umgekehrt. Am dringendsten müssen daher Liegenschaften angeschaut werden, die sich im Quadrat rechts oben befinden (hoher Ertrag bei hohem Ausfallrisiko).

Um die langfristige finanzielle Stabilität zu garantieren und die künftige Entwicklung eines Portfolios positiv zu beeinflussen, sollte dem Objektrisiko besondere Beachtung geschenkt werden. Instandsetzungen sollen risikoadjustiert geplant werden und nicht zulasten der Substanz, um die kurzfristige Performance zu steigern. Ein Riskmanagement mit periodischen Simulationen und Auswertungen hilft, falsche Entwicklungen im Immobilienportfolio frühzeitig zu erkennen und die richtigen Massnahmen einzuleiten.

Rolf Truninger, Geschäftsführer; Daniel Weber, Leiter Analytics und Software Development, beide Qualicasa, Wiesendangen.

Zinsanstieg mit Folgen

Effekt Die Zinswende scheint unausweichlich. Fraglich ist, wann es so weit ist. Was im Immobilienmarkt geschehen könnte, wenn es dann los geht.

RONNY HAASE UND ROBERT WEINERT

Weil die Finanzierungskosten für Wohneigentum markant zurückgegangen sind, hat sich die Nachfrage nach Einfamilienhäusern und Stockwerkeigentum erhöht. In der Folge sind die Preise in den letzten zehn Jahren um 33,8 Prozent respektive 40,6 Prozent gestiegen. Auch bei den Renditeliegenschaften wurde ein Boom ausgelöst. Seit 2008 sind die Preise bei Wohnobjekten um 60,7 Prozent und bei Geschäftsliegenschaften um 24,9 Prozent gestiegen.

Dass die sinkenden Zinsen die Immobilienpreise nach oben getrieben haben, ist unbestritten. Doch was geschieht, wenn die Zinsen wieder drehen?

Wohnen: Preisdynamik abgenommen

Noch vor kurzem wurde der Wohneigentumsmarkt mit Argusaugen betrachtet: Die starken Preisanstiege bei Einfamilienhäusern und Eigentumswohnungen, begleitet von einer sehr regen Neubauproduktion beim Stockwerkeigentum, schürten die Angst einer Überhitzung. Inzwischen hat die aussergewöhnliche Preis-

dynamik in den meisten Gegenden abgenommen. Auch hat die Neubautätigkeit in diesem Segment nachgelassen, wodurch die Zahl der angebotenen Wohnobjekte gesunken ist. In den letzten vier Quartalen wurden durchschnittlich 79 000 Wohneigentumsobjekte pro Quartal angeboten, so wenig wie seit 2011 nicht mehr.

Der Wohneigentumsmarkt hat grundsätzlich an Stabilität gewonnen. Trotz des stabilen Fundaments würde ein Zinsanstieg im Wohneigentumsmarkt aber seine Spuren hinterlassen, da dann die Finanzierungskosten spürbar ansteigen. Wer heute ein Eigenheim für 1 Million Franken zu 80 Prozent mit einem Hypothekenzinssatz von 1,5 Prozent fremdfinanziert, hat jährlich 12 000 Franken an Finanzierungskosten zu decken. Steigen die Zinsen um 1 Prozentpunkt auf 2,5 Prozent an, erhöht sich der jährliche Finanzierungsaufwand auf 20 000 Franken.

Auch wenn die Wohneigentümer mehrheitlich Fixhypotheken abgeschlossen haben und damit steigende Zinsen erst verzögert bei ihnen zu höheren Finanzierungskosten führen, dürften steigende Zinsaufwände die Nachfrage nach Wohneigentum dämpfen und auf die Preise drücken. Basierend auf einem hedonischen Modell für Wohneigentum, das ökonomische Fundamentaldaten wie Hypothekenzinsen, das BIP-Wachstum, die Bevölkerungsentwicklung, die Wohnbautätigkeit, die Teuerung, die Baupreise und den

Euro-Wechselkurs miteinbezieht, zeigt sich bei Eigentumswohnungen ein Preisrückgang von knapp 10 Prozent, wenn die Hypothekenzinsen um 1 Prozentpunkt steigen. Bei Einfamilienhäusern wäre die Preiswirkung knapp -8 Prozent.

Diese Zinswirkung auf die Wohneigentumspreise steht unter der Annahme, dass alle anderen ökonomischen Faktoren unverändert bleiben (ceteris paribus, cp). Es kann aber davon ausgegangen werden,

Ein um 1 Prozentpunkt höherer Hypozins führt zu einem Preisrückgang um 8 Prozent bei Einfamilienhäusern.

dass ein Zinsanstieg vor allem dann eintritt, wenn die Wirtschaft floriert und die Teuerung im positiven Bereich liegt. Ein solches Umfeld dürfte dafür sorgen, dass ein Teil der negativen Preistendenzen kompensiert wird. Dasselbe Modell zeigt, dass die Veränderung der BIP-Wachstumsrate um 1 Prozentpunkt für einen 5-prozentigen Preisanstieg bei den Eigentumswohnungen mit sich bringt (cp). Dies ist vor allem mit steigenden Löhnen und Vermögen zu erklären.

Renditeobjekte: Viel Geld investiert

Im Gegensatz zum Wohneigentum hat sich die Dynamik bei den Renditeliegenschaften seit Einführung der Negativzin-

sen im Januar 2015 intensiviert. Da seither die Anleihenrenditen bis in den negativen Bereich gesunken sind, haben sich die Renditeerwartungen an Immobilien reduziert. In der Folge ist die Zahlungsbereitschaft gestiegen. Und weil die Renditeschere zwischen Immobilienanlagen und Renditen für Bundesobligationen noch immer weit auseinanderklafft, fliesst nach wie vor viel Geld in den Immobilienmarkt, was sich unter anderem in der anhaltend hohen Neubautätigkeit manifestiert.

Rücken die Nationalbanken von der expansiven Geldpolitik wieder ab und steuern wieder auf normalere Gefilde zu, dürften Anleihen als Anlageklasse wieder eine stärkere Anziehungskraft ausüben. Im Gegenzug verlieren Immobilien an Attraktivität, wodurch die Zahlungsbereitschaft von potenziellen Käufern abnimmt. Dies hat Einfluss auf die Kapitalisierungssätze, denen bei der Wertermittlung von Renditeliegenschaften eine gewichtige Rolle zukommt. Im Niedrigzinsumfeld der letzten Jahre sind sie stetig gesunken, wodurch die Werte zugenommen haben. Im Falle eines Zinsanstiegs würde das Umgekehrte passieren: Steigen die Kapitalisierungssätze um 1 Prozentpunkt an, können Immobilienwerte um über 20 Prozent fallen (cp). Wie stark die Werteinbussen konkret ausfallen, hängt vom Ausgangsniveau ab.

Für sich allein betrachtet bringen Zinsanstiege negative Wertkorrekturen mit sich. Weil aber auch die Mieten in den

bestehenden Mietverträgen via den hypothekarischen Referenzzinssatz an Zinsänderungen gekoppelt sind, dürften gleichzeitig die Mieteinnahmen wieder ansteigen. Dieser Effekt wird sich erst verzögert zeigen, da der Referenzzinssatz auf dem Durchschnittswert aller ausstehenden Hypotheken basiert. Zudem ist das ökonomische Umfeld zur Zeit der Zinserhöhungen für die Wertentwicklung relevant. Finden die Zinsanpassungen in Phasen der Hochkonjunktur mit steigenden Löhnen und einem ansprechenden Bevölkerungswachstum statt, begleitet zudem von einer spürbaren Inflation, werden die negativen Zinseffekte auf die Immobilienwerte zu einem erheblichen Anteil kompensiert.

Wenn sich den Immobilienanlegern in Zeiten steigender Zinsen wieder mehr Anlagemöglichkeiten bieten, dürfte dies den Anlagedruck mindern. Es ist zu erwarten, dass weniger Geld in den Neubau von Mietwohnungen und Geschäftsflächen investiert wird. Momentan verharrt die Wohnbautätigkeit auf einem sehr hohen Niveau, obschon der Zuwanderungssaldo in den letzten Jahren geschrumpft ist. Ein Zinsanstieg würde damit den weiteren Aufbau eines Wohnungs- und Geschäftsflächenüberflusses bremsen und damit zur Stabilität des Immobilienmarktes beitragen.

Ronny Haase, Partner, Robert Weinert, Director, beide Wüest Partner, Zürich.