CUREM
Center for Urban & Real Estate Management – Zurich

Masterthesis
zur Erlangung des
Master of Science in Real Estate (CUREM)

Analyse unterschiedlicher Risikofaktoren und deren Einfluss auf die Werthaltigkeit von Renditeliegenschaften

Name: Marc Petitjean
Adresse: Hofächerstrasse 28, 8907 Wettswil

Eingereicht bei: Herrn Stefan Pfister
Herrn Jan P. Eckert

Abgabedatum: 14. August 2009

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis ..... **I**
Abbildungsverzeichnis ..... **III**
Tabellenverzeichnis ..... **III**
Abkürzungsverzeichnis ..... **IV**
1 Zusammenfassung **1**
2 Einleitung **3**
3 Werthaltigkeit von Renditeobjekten **4**
3.1 Immobilien als Renditeobjekt 4
3.2 Werthaltigkeit von Immobilien 6
3.3 Bewertungsmethoden 7
3.3.1 Hintergründe der Immobilienbewertung 7
3.3.2 Realwertmethode 8
3.3.3 Ertragswertmethode 8
3.3.4 Verkehrswertmethode 9
3.3.5 Discounted Cashflow-Bewertung 9
3.3.6 Methode des internen Zinsfusses 11
3.3.7 Vergleichswert- und hedonische Methode 11
3.3.8 Benchmarking 12
3.3.9 Vollständiger Finanzplan 12
3.4 Die Rechnungslegung und der Einfluss auf die Bewertung 13
3.5 Basel II und der Einfluss auf die Immobilienbranche 14
3.6 Fazit zur Werthaltigkeit von Renditeliegenschaften 16
4 Chancen und Risiken bei Immobilien **17**
4.1 Der Begriff Risiko 17
4.2 Zusammenhang zwischen Risiko und Werthaltigkeit 17
4.3 Risikoaspekte bei Renditeliegenschaften 18
4.4 Die Quantifizierung von Risiken 20
4.5 Instrumente für das Risikomanagement 21
4.5.1 Die Risikoanalyse 21
4.5.2 Die Sensitivitätsanalyse 22
4.5.3 Das Korrekturverfahren 24
4.5.4 Risikoberechnung mit Wahrscheinlichkeitsbetrachtung 24
4.5.5 Due Diligence Real Estate 26
4.5.6 Markt- und Standortanalyse 27
4.5.7 SWOT- und Nutzwert-Analyse 27
4.5.8 Rating- und Scoringmodelle 28
4.6 Chancen- und Risikofaktoren bei Immobilien 28
4.6.1 Markt- und Standortrisiken 29
4.6.2 Finanzierungsrisiken 30
4.6.3 Erwerbsrisiken von unbebauten und bebauten Grundstücken 31
4.6.4 Entwicklungs- und Baurisiken 31
4.6.5 Nutzungs- und Ertragsrisiken 32
4.6.6 Verwertungsrisiken 33
4.7 Fazit zur Risikokomponente bei Immobilieninvestitionen 33

5 Marktforschung ... 35
5.1 Vorgehen ... 35
5.2 Auszug aus den Interviews ... 36
5.3 Gewichtung der Chancen- und Risikofaktoren ... 45
5.3.1 Gewichtung der Hauptfaktoren ... 45
5.3.2 Markt- und Standortrisiken ... 46
5.3.3 Finanzierungsrisiken ... 46
5.3.4 Erwerbsrisiko Grundstück und Gebäude ... 47
5.3.5 Entwicklungs- und Baurisiken ... 47
5.3.6 Nutzungs- und Ertragsrisiken ... 48
5.3.7 Verwertungsrisiken ... 49
5.4 Anwendung der Risikoanalyse bei Praxisbeispielen ... 49
5.4.1 Mystery-Park, Interlaken ... 49
5.4.2 Kultur- und Kongresszentrum Luzern ... 50
5.5 Fazit Marktforschung ... 51
6 Erkenntnisse ... 52
6.1 Wichtige Aspekte ausgewählter Risikofaktoren ... 52
6.1.1 Der Faktor Lage ... 52
6.1.2 Die Bedeutung der Planung und Architektur ... 53
6.1.3 Der Einfluss des Timings ... 54
6.1.4 Das richtige Management ... 55
6.1.5 Die Bedeutung der Nutzer ... 56
6.2 Wichtige Aspekte des Risikomanagements ... 56
6.2.1 Risikomanagementprozess ... 56
6.2.2 Bewertung ... 57
6.2.3 Risikobegrenzung ... 58
6.2.4 Instrumente im Risikomanagement ... 59
6.3 Checkliste ... 60
6.4 Schlussbemerkung ... 61
7 Anhang ... 64
7.1 Protokolle ... 65
Protokoll Interview mit Richard Hunziker ... 65
Protokoll Interview mit Claudio Rudolf ... 67
Protokoll Interview mit Stefan Schädle ... 70
Protokoll Interview mit Klauspeter Nüesch ... 72
Protokoll Interview mit Peter Jaeggi ... 75
Protokoll Interview mit Marco Feusi ... 79
Protokoll Interview mit Kurt Ritz ... 81
Protokoll Interview mit Jan P. Eckert ... 84
7.2 Gewichtung der Risikofaktoren der Inverviewpartner ... 86
7.3 Checklisten Praxisbeispiele ... 87
Literaturverzeichnis ... 89
Ehrenwörtliche Erklärung ... 92

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Darstellung „Total Return“ 4
Abbildung 2: Investitionsstile mit Rendite-Risikoprofil von Immobilien 5
Abbildung 3: Entscheidungsbaum zur Klassifizierung von Immobilien nach IFRS 13
Abbildung 4: Unterschied der Eigenmittelunterlegung zwischen Basel I und Basel II.. 14
Abbildung 5: Unterscheidung von Unsicherheit, Risiko und Ungewissheit 17
Abbildung 6: Finanzwirtschaftliche Entscheidungskriterien bei Immobilien 18
Abbildung 7: Diversifikationseffekt von systematischen / unsystematischen Risiken... 19
Abbildung 8: Risikoberechnung mit Eintretenshäufigkeit / Einfluss auf die Rendite 20
Abbildung 9: Risikosteuerungsprozess / Methoden zur Risikominderung 21
Abbildung 10: Zeitverlauf des Planungs- und Konzeptionsrisikos 22
Abbildung 11: Tornadodiagramm - Renditeveränderung einzelner Risikofaktoren..... 23
Abbildung 12: Normale (gausssche) und rechtsschiefe Wahrscheinlichkeitsverteilung 24
Abbildung 13: Verfahren und Ergebnis mittels der Monte-Carlo-Simulation..... 25
Abbildung 14: Inhaltsaspekte einer Due Diligence Real Estate 26
Abbildung 15: Chancen- und Risikofaktoren, Gegenüberstellung der Hauptrisiken 46
Abbildung 16: Gegenüberstellung der Markt- und Standortrisikofaktoren 46
Abbildung 17: Durchschnittswerte der Gewichtung der Finanzierungsrisikofaktoren... 47
Abbildung 18: Durchschnittswert der Gewichtung der Erwerbsrisikofaktoren..... 47
Abbildung 19: Durchschnittswerte der Gewichtung der Entwicklungsrisikofaktoren ... 48
Abbildung 20: Durchschnittswerte der Nutzungs- und Ertragsrisikofaktoren..... 48
Abbildung 21: Durchschnittswerte der Gewichtung der Verwertungsrisikofaktoren..... 49
Abbildung 22: Risikodiagramm Mysterpark mit Chancen und Risiken 50
Abbildung 23: Risikodiagramm KKL mit Chancen und Risiken 51

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Bonitätsnoten mit den entsprechenden Ratings 15
Tabelle 2: Checkliste Chancen- und Risikofaktoren (Teil I) 62
Tabelle 3: Checkliste Chancen- und Risikofaktoren (Teil II) 63
Tabelle 4: Liste mit Risikofaktoren; Gewichtung durch die Interviewpartner 86
Tabelle 5: Checkliste / Nutzwertanalyse Mysterypark 87
Tabelle 6: Checkliste / Nutzwertanalyse KKL 88

Abkürzungsverzeichnis

BSV	Bundesamt für Sozialversicherung
CAPM	Capital Asset Pricing Model (Preismodell für Kapitalgüter)
CAPEX	Capital Expenditure (Instandaltungs- und Instandsetzungsaufwand)
DCF	Discounted Cashflow-Bewertung (Barwertbewertungsmethode)
DD	Due Diligence (Sorgfältigkeitsprüfung)
EK	Eigenkapital
EBK	Eigenössische Börsen Kommission
FER	Fachempfehlung für Rechnungslegung
FK	Fremdkapital
FM	Facility Management
IAS	International Accounting Standards
IAZI	Informations- und Ausbildungszentrums für Immobilien
IFRS	International Financial Reporting Standards
IRR	Internal Rate of Return (Interner Zinsfuss)
IVS	International Valuation Standards
KAG	Bundesgesetz über die Kollektiven Kapitalanlagen
KUB	Kammer Unabhängiger Bauherrenberater
Mgmt.	Management
NAV	Net Asset Value (Nettoinventarwert / Marktwert)
OR	Obligationenrecht
ÖV	Öffentlicher Verkehr
PV	Privater Verkehr
RICS	Royal Institution of Chartered Surveyors
PWC	PriceWaterhouseCoopers AG
SVIT	Swiss Real Estate School
SVS	Swiss Valuation Standards
SWX	Schweizer Börse SWX (Swiss Exchange)
VOFI	Vollständiger Finanzplan
WACC	Weighted Average Cost of Capital (gewichteter Kapitalkostensatz)

1 Zusammenfassung

Immobilieninvestitionen sind bekannt als eine alternative Anlagemöglichkeit zu Aktien, Obligationen und weiteren „Assets“. Die Untersuchung, was denn die Werthaltigkeit von Renditeliegenschaften ausmacht, hat ergeben, dass sich diese aus dem Kräfteverhältnis Rendite, Risiko und Liquidität ableitet. Dabei kann Liquidität separat betrachtet werden, während zwischen Rendite und Risiko ein starker Zusammenhang besteht und dieser die Werthaltigkeit in hohem Masse ausmacht. Für einen Investor zählt primär der Marktwert, zu dem ein Objekt effektiv gehandelt werden kann. Die Analyse unterschiedlicher Bewertungsmethoden hat gezeigt, dass sich in der Schweiz bei Renditeliegenschaften die DCF-Methode, bei Wohneigentum die hedonische Methode und bei Spezialobjekten die Realwertmethode etabliert haben, was sich auch bei den Rechnungslegungsvorschriften manifestiert hat. Die Schwierigkeit bei der Bewertung ist und bleibt der Umgang mit Unbekanntem. Hier stösst die Bewertung an seine Grenzen.

Die Risikobetrachtung als eine bedeutende Komponente der Werthaltigkeit soll das Potenzial einer Immobilie aufzeigen. Folglich kann Risiko positiv betrachtet eine Chance und negativ betrachtet ein Risiko sein. Dabei werden Aspekte wie Lage, Nutzung, Investitionsstil, Anlagehorizont und weitere berücksichtigt. Beim Risikomanagement findet ein Prozess statt, bei dem Risiken zuerst identifiziert, bewertet und dann mit geeigneten Massnahmen gesteuert und kontrolliert werden. Ziel ist es, die Chancen zu nutzen und die Risiken einzugrenzen. Dazu ist es nötig, die Risiken zu quantifizieren, was typischerweise anhand des Spektrums möglicher Renditeveränderungen erfolgt. Die Risikohöhe ergibt sich aus der Auswirkung multipliziert mit der Eintrittswahrscheinlichkeit.

Eine Risikoanalyse kann mit unterschiedlichen Tools erfolgen. Die Due Diligence, die häufig bei Transaktionen angewendet wird, eignet sich besonders zur umfassenden Erkennung von Risiken. Die Sensitivitätsanalyse inklusive der Szenariendarstellung hat sich bei der Bewertung und Gegenüberstellung von Risikofaktoren etabliert, bei der häufig mit der DCF-Methode die sensitiven Komponenten gemessen und die kritischen Werte ermittelt werden. Die Rating- und Scoringmodelle sowie die Nutzwertanalyse eignen sich besonders für die Beurteilung von qualitativen Faktoren.

Die Studie über die Anwendung solcher Instrumente hat ergeben, dass Kriterien wie die Anwenderfreundlichkeit und ein gutes Aufwand-Ertragsverhältnis wichtig sind. So wundert es nicht, dass sich die Risikoberechnung mit Wahrscheinlichkeitsbetrachtung wegen der mathematischen Komplexität noch nicht durchgesetzt hat, obwohl die damit erzielten Ergebnisse sehr aufschlussreich sein können.

Zum besseren Überblick ist es ist nötig, das Gesamtrisiko in einzelne Faktoren aufzuteilen. Diese Gliederung erfolgt durch allgemeine Faktoren und solche, die den einzelnen Phasen zugeordnet sind. In einer Marktumfrage verschiedener Immobilienexperten wurden diese Risikofaktoren durchleuchtet. Dabei wurde ersichtlich, dass der Einfluss

der einzelnen Risikokomponenten je nach Standpunkt und Funktion der Personen sehr unterschiedlich eingestuft wurde. Die Risikoanalyse ergibt objektbezogen unterschiedliche Ergebnisse und muss fallweise individuell beurteilt werden. Es wurde ein Trend festgestellt, dass die drei Faktoren Entwicklungs- und Baurisiken, Markt- und Standortrisiken sowie Nutzungs- und Ertragsrisiken als besonders bedeutend eingestuft werden.
Als Erkenntnis resultieren interessante Aspekte zu einzelnen Risikokomponenten, die einen grossen Einfluss auf den Erfolg einer Immobilieninvestition haben und die dazu beisteuern können, das Potenzial eines Objekts zu erkennen und zu nutzen.
Als erstes folgen Erkenntnisse über die Beurteilung der Lage anhand einiger wichtiger Indikatoren. Dies sind Orte mit einer regionalen Zuwanderung, einem prosperierenden Arbeitsplatzangebot, solche mit einer hohen Erreichbarkeit, guten Infrastruktur, hohen Nachfrage und knappem Angebot. Dies sind Anzeichen von Wachstum, was vermehrt auf urbane und weniger auf ländliche Regionen hindeutet. Die Kunst eines Investors ist es in Standorte zu investieren, wo die Konkurrenz noch dünn und die Zahlungsbereitschaft in Zukunft hoch sein wird. Dort ist die Chance auf ein „Upgrading“ intakt.
Als nächstes wurde die Bedeutung einer guten Planung hinsichtlich Architektur und Gebäudekonzeption erkannt. Dabei steht im Vordergrund, dass sich die Nutzer bezüglich Raum und Klima wohl fühlen sollen und dass eine hohe Gebäudeeffizienz und adäquate Nutzungsflexibilität anzustreben ist. Die Nachhaltigkeit soll den ökonomischen, ökologischen und gesellschaftlichen Kriterien gerecht werden. Ein gutes Projekt zeichnet sich dadurch aus, dass sich die Gebäudestruktur über Jahrzehnte bewährt und dadurch wenig Unterhalts- und Erneuerungsaufwand anfällt.
Die Komponente Timing hat ergeben, dass dieses vor allem in volatilen, riskanten, schnelllebigen und aufsteigenden Märkten bedeutend ist. Je mehr Wertsteigerung erwartet wird und je kürzer die Zeitspanne zwischen Kauf und Verkauf ist, desto wichtiger ist das Timing, wobei dieses sehr schwierig bis unmöglich zu prognostizieren ist.
Eine weitere wichtige Erkenntnis ist, dass ein gutes Management viel Erfolgspotenzial birgt. Je komplexer eine Aufgabenstellung ist und je mehr Entscheidungsspielraum vorhanden ist, desto bedeutender ist ein hochwertiges und gut strukturiertes Management. Dieses muss nicht alles können, muss aber wissen, wann es welche Mitarbeiter, externe Spezialisten und Partner beizuziehen hat. Kreativität und eine zündende Idee können im Immobilienwesen sehr viel Wert erzeugen.
Als letztes wird auf die zentrale Rolle des Nutzers hingewiesen. Eine sorgfältige Positionierung am Markt und die Wahl geeigneter Zielgruppen ist Basis, um die Bedürfnisse der Nutzer zu erkennen und zu berücksichtigen. Davon hängt letztendlich die Zahlungsbereitschaft ab. Die Schlussfolgerung ist, dass sich ein gutes Risikomanagement positiv auf eine nachhaltige Rendite und damit auch auf die Werthaltigkeit von Renditeliegenschaften auswirkt. Die Bedeutung eines effektiven Risikomanagements ist unbestritten, aber weist noch Optimierungspotenzial aus.

2 Einleitung

In dieser Thesis wird der Zusammenhang zwischen Risiko und Werthaltigkeit von Immobilieninvestitionen analysiert. Beide Themen, Risikomanagement und Immobilienbewertung, sind sehr umfassend und in unzähligen literarischen Werken bereits ausführlich und aus unterschiedlichen Perspektiven dokumentiert und durchleuchtet.
Um die breite Thematik genügend einzugrenzen, wird der Fokus bei der Risikobetrachtung auf die Objektebene und nicht auf die Investment- oder Portfolioebene gerichtet. Demzufolge entfällt das Thema der Diversifikation weitgehend, welches auf Portfolio- und Investmentebene ein zentrales Element der Risikobegrenzung ist. Ebenso werden steuerliche Aspekte und die Betrachtung unterschiedlicher Finanzierungsmöglichkeiten ausser Acht gelassen. Die Immobileininvestitionen werden aus der Sicht einer direkt gehaltenen Kapitalanlage analysiert; andere Investitionsmöglichkeiten wie indirekte, börsenkotierte oder sonstige Beteiligungen an Immobilien sind nicht Thema. Die Messung und Quantifizierung von Risiken wird nur deskriptiv behandelt, ohne die mathematischen Zusammenhänge herzuleiten. Die Betrachtung der Unterschiede der verschiedenen Nutzungssegmente wie Wohnen, Büro, Verkauf, Industrie etc. wird nicht vorgenommen. Es stehen die allgemeine Analyse der Themen Werthaltigkeits- und Risikobetrachtung im Vordergrund. Die verwendeten Praxisbeispiele werden vor allem zur Illustration bei der Anwendung des Risikomanagements verwendet. Ein Anspruch auf Vollständigkeit und Richtigkeit der Darlegungen besteht nicht.
Die Vorgehensweise ist so aufgebaut, dass zuerst die Themen Werthaltigkeit und Risiko eingehend analysiert und durchleuchtet werden und anschliessend das Risiko in einzelne Risikofaktoren aufgeteilt wird. In der Marktforschung werden Meinungen von Experten aus der Schweizer Immobilienbranche eingeholt und ausgewertet. Am Schluss werden die Erkenntnisse aus Literatur und Marktforschung erläutert.
Ziel ist es, den Risikoaspekt und Zusammenhang zwischen Risiko und Werthaltigkeit aufzuzeigen, wie weit und in welcher Tiefe Risikomanagement in der Immobilienbranche verbreitet ist und wo noch Handlungsbedarf vorhanden ist.

3 Werthaltigkeit von Renditeobjekten

3.1 Immobilien als Renditeobjekt

Der weltweite Immobilienwert beträgt rund US $20 Trillionen, was in etwa der Hälfte des globalen Gesamtvermögens entspricht und wovon rund US $7.8 Trillionen investiertes Immobilienkapital sind.[1]

Diese Darstellung verdeutlicht, dass mehr Vermögenswerte in Immobilien als in Aktien und Obligationen vorhanden sind[2]. Immobilieninvestitionen stehen in steter Konkurrenz zu anderen Anlagemöglichkeiten wie etwa Obligationen, Aktien, Edelmetalle, Kapitallebensversicherungen oder weiteren.[3] Dabei müssen die Vor- und Nachteile sowie die Besonderheiten von Immobilieninvestitionen sorgfältig abgewogen werden.

Immobilien sind eine Anlageklasse mit einer eigenen Charakteristik und eignen sich wegen ihrer niedrigen Korrelation[4] zu anderen Anlagen gut zur Diversifikation innerhalb einer Investmentstrategie. Gelten Immobilien als Kapitalanlage, dann werden diese als Renditeobjekte betrachtet, deren investiertes Kapital über einen bestimmten Zeitraum mit einer erwarteten Rendite angelegt werden soll. Die Rentabilität wird dabei im Total Return ausgedrückt, der sich analog Abbildung 1 aus der Wertänderungskomponente „Capital Growth“ und der Ertragskomponente „Income Return“ oder auch „Netto-Cashflow-Rendite“ genannt, zusammensetzt. Diese Faktoren machen den Reiz für eine Immobilieninvestition aus.

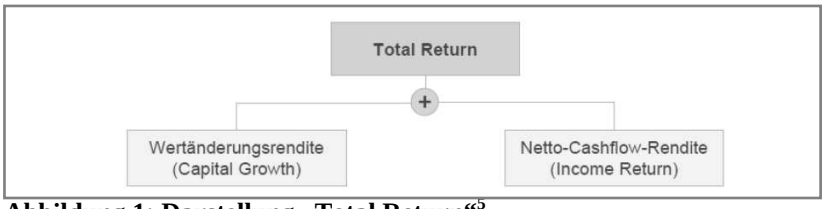

Abbildung 1: Darstellung „Total Return“[5]

Die Wertänderungsrendite ist in der Regel volatiler und kann infolge Marktveränderungen oder geänderten Bewertungsrichtlinien grosse Differenzen zwischen Gewinn und Verlust aufweisen, während die Netto-Cashflow-Rendite sich nur langsam verändert, solange keine aussergewöhnlichen Einflüsse oder Ereignisse wie Totalsanierungen, unerwartet hohe Leerstände oder ähnliches eintreten.

Die reine Renditebetrachtung trifft bei weitem nicht auf alle Bauten zu. Bei kulturellen Objekten wie Kirchen, Schulen oder auch bei Wohneigentum steht vor allem die Erfüllung des Zwecks im Vordergrund. Bei einem Eigenheim ist der Zweck das Wohnen, bei einer Fabrikationshalle ist es die Infrastruktur zur Fabrikation oder bei Kirchen dienen die Bauten religiösen Zeremonien.

---

[1] Vgl. Patel, K. (2008) S. 8 – 10.
[2] Vgl. Pedrazzini L. (2002) S. 13.
[3] Vgl. Maier, K. (2004) S. 42.
[4] Vgl. Baumeister, A. (2004) S. 2
[5] Quelle: Theus, G. (2009) S. 14.

Eine Renditeliegenschaft zeichnet sich also dadurch aus, dass ein Investor sein Kapital in eine Immobilie investiert, diese besitzt und im Gegenzug von den Nutzern Einnahmen erhält, die Bestandteil der Rendite sind.
Die Rendite steht wie bei allen Assets in enger Korrelation zum Risiko. Generell befinden sich Immobilien im Rendite-Risikoprofil zwischen Obligationen und Aktien. Das heisst, dass diese höhere Renditen und Risiken wie Obligationen und entsprechend tiefere wie Aktien aufweisen.[6]
Diese Aussage ist kritisch zu beurteilen, weil es innerhalb der Anlageklasse Immobilien eine breite Spanne an unterschiedlichen Rendite-Risikoprofilen gibt. In der Immobilienbranche werden die drei Investitionsstile[7] „Core“ für sichere und wenig volatile Objekte, „Value Added“ für solche mit einer mittleren Volatilität und „Opportunistic“ für Investitionen in einem höheren Risikosegment mit entsprechend hoher Volatilität unterschieden (vgl. Abbildung 2). Grundsätzlich gilt, je mehr auf Wertsteigerung respektive „Capital Growth“ und je weniger auf „Income Return“ gesetzt wird, desto risikoreicher ist ein Objekt. Eine höhere Risikobereitschaft bedeutet auch höhere Volatilität mit einer grösseren Bandbreite des möglichen „Total Return“.

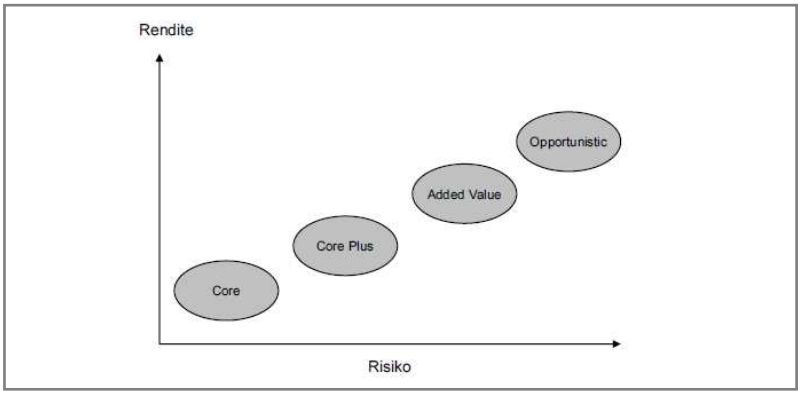

Abbildung 2: Investitionsstile mit Rendite-Risikoprofil von Immobilien[8]

Ein Immobilieninvestor muss sich darüber im Klaren sein, welches Risikoprofil er wählt, welches Gewinn- respektive Verlustpotenzial damit verbunden ist und was für eine Haltedauer er in Betracht zieht.
Ein weiterer Aspekt, der bei einer Immobilieninvestition berücksichtigt werden muss, ist die Investitionsart, die nach dem Vier-Quadranten Ansatz in direkte und indirekte sowie private und kotierte Investitionen aufgeteilt sind.[9] Bei direkten Investitionen handelt es sich um eigenen Immobilienbesitz mit eigenem Management und bei indirekten sind in der Regel Management und Eigentümer getrennt, wobei die Eigentümerschaft aus mehreren Beteiligten besteht. Es wird unterschieden zwischen privaten Anlagevehikeln wie offenen oder geschlossenen Fonds, Anlagestiftungen und anderen sowie bör-

[6] Vgl. Eckert, J. (2008) S. 13.
[7] Vgl. Aberer, H. (2009) S. 6-9.
[8] Quelle: Lindner, R. (2009) S. 21.
[9] Vgl. Kaluscha, U. (2008) S. 7.

senkotierten Gesellschaften. Jedes Konstrukt hat seine Vor- und Nachteile[10] und je nach Anlegertyp, ob Privatperson, private Gesellschaft, institutioneller Investor, öffentlicher Investor oder grösserer Konzern eignet sich das eine oder andere besser.
Das Immobilienimperium weist eine Vielzahl unterschiedlicher Nutzungsarten aus. Der mit Abstand grösste Sektor ist das Wohnen. Weitere wichtige Bereiche sind Büro, Verkauf, Industrie, Logistik, Hotel, Freizeit, Religion, Kultur oder Energie. Die Charakteristiken und Hintergründe dieser unterschiedlichen Nutzungstypologien sind sehr unterschiedlich und vielseitig.
In dieser Thesis wird der Fokus auf direkt gehaltene Renditeliegenschaften gelegt. Diese gehören in der Regel institutionellen Investoren wie Versicherungen, Pensionskassen oder Immobilienaktiengesellschaften[11] sowie privaten Investoren, bei denen das Feld heterogener ist.

3.2 Werthaltigkeit von Immobilien

Jeder Immobilienbesitzer, ob institutioneller Grossanleger oder privater Wohnungsinhaber, interessiert sich für den Wert seines Objekts. Dabei kommt die Frage auf, wie denn der Wert einer Immobilie definiert wird. Ist es der Kaufpreis oder potenzielle Verkaufspreis, ist es der Wert aus Sicht des Eigentümers oder derjenige aus der Summe aller Bestandteile? Folglich kommt es auf die Sichtweise eines Eigentümers an. Bei einer Kultstätte zählt beispielsweise der historische Wert, während bei einem selbst erstellten Einfamilienhaus der emotionale Wert, bei einer Luxuswohnung der Liebhaberwert oder bei einer Markthalle der gesellschaftliche Wert wichtig ist. Immobilien sind heterogene Güter; kein Haus, keine Wohnung und kein Bürogebäude gleicht dem andern.[12] Eine ökonomische Betrachtung besagt, dass die Werthaltigkeit einer Immobilie letztendlich vom Nutzen bestimmt wird und dieser das Objekt erst attraktiv macht.[13]
Im Vorfeld einer Transaktion ist das Thema Werthaltigkeit besonders brisant. Dabei deckt sich der Schätzpreis selten mit dem effektiven Verkaufspreis, weil wie erwähnt die Hintergründe eines jeden Bieters unterschiedlich sein können. Nicht jeder Kaufpreis entspricht dem effektiven Marktwert.[14] Bei einer Transaktion gilt: „Der Preis von Immobilien ist das Resultat einer Kaufentscheidung eines Investors und einer Verkaufsentscheidung eines Verkäufers. Zwischen diesen beiden Parteien existiert ein Spannungsfeld.“[15]
Der Marktwert als massgebender Wert bei Renditeliegenschaften ist wie folgt definiert: „Der Marktwert ist der geschätzte Betrag, für welchen ein Immobilienvermögen am Tag

[10] Vgl. Kaluscha, U. (2008) S. 13 – 55.
[11] Vgl. Theus, T. (2009) S. 6
[12] Vgl. Scognamiglio, D. (2008) S. 10 – 12.
[13] Vgl. Pedrazzini, L. / Micheli, F. (2002) S. 19 – 26.
[14] Vgl. Ammann, A. (2008) S. 23.
[15] Pedrazzini, L. / Micheli, F. (2002) S. 14.

der Bewertung zwischen einem verkaufsbereiten Veräusserer und einem kaufbereiten Erwerber, nach angemessenem Vermarktungszeitraum, in einer Transaktion im gewöhnlichen Geschäftsverkehr ausgetauscht werden sollte, wobei jede Partei mit Sachkenntnis, Umsicht und ohne Zwang handelt."[16]

Bei Renditeliegenschaften ist, wie es der Name schon sagt, die Rendite ein wichtiger Bestandteil. Die Renditebetrachtung kann als Bruttorendite, bei der nur die Einkünfte betrachtet werden oder als Nettorendite, bei der der Erfolg aus Einkünften und Ausgaben berechnet wird, erfolgen. Die Bruttorendite ist wegen der scheinbar unkomplizierten Berechnungsmethode nach wie vor sehr beliebt. Es wird allerdings davon abgeraten, weil in der Bruttorendite sehr vieles mitberücksichtigt werden muss wie Leerstand, Verwaltungs-, Betriebs-, Unterhalts- und Instandsetzungskosten etc. Die Methode der Nettorendite offenbart dem Investor mehr Transparenz und Nachvollziehbarkeit.[17] Dabei wird der Wert auf der Basis des „Income Returns" und des Risikos ermittelt.

Ein Immobilienwert ist dynamisch und verändert sich im Laufe der Zeit. Grund dafür können beispielsweise Veränderungen des Markt- und Standortumfeldes sein, die im Negativen ein „Downgrading" und im Positiven ein „Upgrading" bedeuten. In überhitzten Märkten werden Liegenschaften oft zu optimistisch betrachtet. Dies kann bei einem Konjunkturwechsel bedeuten, dass ein „Exit" aus der Immobilie schwierig wird und mit Verlust verbunden sein kann. Die Werthaltigkeit kann durch richtige Entscheidungen eines guten Managements positiv beeinflusst werden, wenn es gelingt, mit der richtigen Strategie das Potenzial der Liegenschaft auszureizen und das optimale Verhältnis zwischen Rendite und Risiko zu evaluieren. Dabei müssen aus einer Fülle von Alternativen jeweils die zukünftig anfallenden Cashflows miteinander verglichen werden. Dazu gehören ausserordentliche Investitionen wie Totalsanierungen oder Erweiterungen sowie regelmässige Zahlungsströme wie Verwaltungs- und Unterhaltskosten. Der Instandsetzungs- und Erneuerungsbedarf wird im sogenannten CAPEX[18] ausgedrückt, der für die Absicherung, Rücklagenbildung und Planung zukünftiger Ausgaben wichtig ist.

3.3 Bewertungsmethoden

3.3.1 Hintergründe der Immobilienbewertung

Es gibt verschiedene Gründe, die Anlass für eine Immobilienbewertung sind, wie beispielsweise Transaktionen, finanzielle Berichterstattung, Bilanzierung, Steuerangaben, Performancemessungen, Rechnungslegungsvorschriften etc. Für die Bewertung sind hauptsächlich der Nachfragemarkt, Beschaffungsmarkt und Investorenmarkt relevant. Im Unterschied zu Aktien, deren Wert jederzeit an der Börse ersichtlich ist, findet bei Liegenschaften kein kontinuierlicher Handel statt. Ein Gebäude wechselt in seinem Le-

[16] RICS (2007) S. 28.
[17] Vgl. Ritz, K. (2008) S. 13 – 16; Pedrazzini, L. / Micheli, F. (2002) S. 36 f.
[18] Vgl. Pedrazzini, L. / Micheli, F. (2002) S. 34.

benszyklus nur selten den Besitzer, weshalb der letzte Transaktionspreis nicht zwingend aussagekräftig sein muss. Die Heterogenität von Immobilien ist gross, weshalb die Anforderungen an die Bewertung ein breites Wissen unterschiedlichster Disziplinen erfordert.[19]

In der Bewertungsszene haben sich verschiedene Methoden etabliert. Je nach Gebäudetyp, Anforderungen und Präferenzen des Bewerters kommt die eine oder andere Methode zur Anwendung. Eine Immobilienbewertung ist ein Mittel zum Zweck und keine absolute Wissenschaft mit einer besten oder richtigen Methode. Es zeichnen sich Trends ab und es soll diejenige Methode angewendet werden, die sich für das jeweilige Objekt am besten eignet.[20]

Die Immobilienbewertungsmethoden sind generell entweder nach einem substanz-, ertrags- oder vergleichsbasierenden Grundsatz.[21] Es werden statische Methoden, bei denen der aktuelle Status bewertet wird, von dynamischen Methoden, bei denen die prognostizierten zukünftigen Veränderungen integriert werden unterschieden.

3.3.2 Realwertmethode

Der Realwert, auch Substanz-, Sach- oder Reproduktionszeitwert genannt, gibt den gegenwärtigen Wiederbeschaffungswert wieder. Dieser setzt sich in der Regel aus dem Land- und Bauwert zusammen, wobei der Bauwert dem Zeitwert entspricht, der sich aus dem Neubauwert abzüglich der Altersentwertung berechnen lässt. Der Landwert kann mit der Marktvergleichsmethode ermittelt werden, wenn Vergleichsdaten vorhanden sind oder nach der Lageklassemethode von Naegeli[22], bei der der Landwert in Prozent des Neubaugebäudewerts nach bestimmten Lagekriterien definiert wird.

Die Realwertmethode ist einfach verständlich und wird in der Praxis vor allem bei Spezialimmobilien angewendet, bei denen der Ertrag oder die Rendite keine grosse Bedeutung haben. Der Nachteil dieser Methode ist, dass gerade bei Renditeobjekten die „Cashflows“ nicht berücksichtigt werden und die Ermittlung vom Bau- und vor allem vom Landwert nicht eindeutig ist.[23]

3.3.3 Ertragswertmethode

Bei der Ertragswertmethode ergibt sich der Wert einer Liegenschaft aus dem kapitalisierten jährlichen Ertrag. Dabei wird der marktkonforme erzielbare Mietertrag, auch Bruttoertrag genannt, durch den Kapitalisierungsfaktor als ein Prozentsatz dividiert. Der Kapitalisierungssatz, auch Bruttokapitalisierung genannt, wird markt- und objektgerecht festgelegt und berücksichtigt nebst der Kapitalisierung des Nettoertrags respektive des

[19] Vgl. Ammann, A. (2009) S. 8 – 10.
[20] Vgl. Feusi, F. in CUREM, hrsg. Bahn, C. (2009), C. S. 77.
[21] Vgl. RICS (2007) S. 34 – 37.
[22] Vgl. Meyer, P. (1999) S. 53 - 65.
[23] Vgl. Scognamiglio, D. (2008) S. 29; Schulte, K.-W. et al.(2005) S. 495 – 497; Meyer, P. (1999) S. 61 f.

Gewinns auch sämtliche Liegenschaftskosten und Risiken. Das heisst, dass Leerstands- und sonstige Risiken, Verwaltungs-, Betriebs-, Unterhalts- und Instandsetzungskosten in diesem Faktor enthalten sind. Der Kapitalisierungssatz setzt sich folglich aus einer Addition von einzelnen Determinanten zusammen. Diese können typischerweise wie folgt sein: Basiszinssatz 4% / Betriebskosten 0.2% / Unterhaltskosten 0.7% / Verwaltung 0.25% / Mietzinsausfälle 0.05% / Abschreibung 0.5% / Total 5.70%.[24]
In der Regel wird die Ertragswertmethode statisch angewendet, wobei die laufende Veränderung des Mietwerts nicht berücksichtigt wird und entweder die aktuelle oder eine potenzielle Ertragslage für die Wertermittlung relevant wird.
Der Vorteil dieser Methode ist, dass die Wertermittlung auf Erträgen inklusive dem Gewinnpotenzial basiert und nicht die Substanz den Wert bestimmt. Der Nachteil ist, dass damit nur Renditeliegenschaften bewertet werden können und von konstanten Mieteinnahmen ausgegangen wird.[25]

3.3.4 Verkehrswertmethode

Die Verkehrswertmethode, auch Praktikermethode genannt,[26] berechnet den Verkehrswert als Marktwert (vgl. Kapitel 3.2). Diese Methode kennt man vorwiegend in der Schweiz. Dabei wird ein Mischwert aus dem Real- und Ertragswert gebildet. Der Realwert wird jeweils mit dem Faktor „1“ gewichtet und der Ertragswert je nach Objekt- und Lagekriterien mit einem Faktor zwischen „1“ und „5“.[27]
Die Verkehrswertmethode ist wie die Ertragswertmethode eine statische Methode und weist ähnliche Vor- und Nachteile auf, wie die Ertrags- und Realwertmethoden.

3.3.5 Discounted Cashflow-Bewertung

Die „Discounted Cashflow-Bewertung“, die im Sprachgebrauch DCF-Methode genannt wird und als eine erweiterte Barwertmethode bekannt ist, ist eine dynamische Methode, die Veränderungen bei den Erträgen und Kosten berücksichtigt. Der Wert ergibt sich aus der Summe der auf den Bewertungszeitpunkt abdiskontierten Nettocashflows, also aller Einnahmen und Ausgaben aus den einzelnen Zeitperioden. Die Herausforderung ist es, dass diese zukünftig erwarteten „Cashflows“ möglichst realitätsnah modelliert werden. Dazu kann ein Businessplan dienen, in dem Zeitpunkt und Art von Sanierungs- und sonstigen Investitionsmassnahmen ersichtlich werden. Es ist darauf zu achten, dass reale und nominale respektive inflationsbereinigte Daten nicht vermischt werden.[28]
Der Diskontsatz ist ein Prozentsatz, mit dem jeder Cashflow auf den heutigen Zeitpunkt hin abdiskontiert wird. Je weiter ein Cashflow in der Zukunft liegt, desto tiefer ist des-

[24] Vgl. Ammann, A. (2008) S. 26 - 28.
[25] Vgl. Scognamiglio, D. (2008) S. 31 – 35; Meyer, P. (1999) S. 52 f.
[26] Vgl. Scognamiglio, D. (2008) S. 37
[27] Vgl. RICS (2008) S. 28; Ammann, A. (2008) S. 25; Meyer, P. (1999) S. 61 – 65.
[28] Vgl. Ammann, A. (2008) S. 38.

sen heutiger Wert. Der Diskontsatz ist sehr sensitiv und weist nur schon bei kleinen Veränderungen einen spürbaren Einfluss auf den ermittelten Wert aus. Deshalb ist es eine Herausforderung des Schätzers, diesen richtig zu bestimmen. Hierzu gibt es verschiedene Ansätze, wie die Bestimmung über den WACC[29] als gewichteter Kapitalkostensatz von EK und FK oder über den CAPM[30] als Faktor der statistisch erfassten Risikoprämien des Marktes oder, was sich in der Praxis durchgesetzt hat, über das Risikokomponentenmodell, bei dem der Satz über den Rendite/Risikovergleich mit anderen Anlageklassen wie Aktien und Obligationen bestimmt wird. Nach dem Risikokomponentenmodell setzt sich der Diskontfaktor wie folgt zusammen:

- Basissatz (nominell): 3.0 – 4.0 %
  (Rendite für Risikolose Anlage, oft durch Langfristperspektive für die Anlage in Immobilien geglättet)
- Immobilienspezifisches Markt-Risiko 1.0 – 2.0 %
  (v.a. bezüglich der Illiquidität der Anlage)
- Objektspezifisches Risiko: 0.0 – 4.0 %
  (Makrolage, Mikrolage, Nutzung, Handelbarkeit, …)[31]

Der Diskontfaktor liegt in der Regel zwischen 4.0 bis 6.0 %, kann aber je nach objektspezifischen Chancen oder Risiken nach unten oder oben abweichen. Ein wichtiger Grundsatz ist, dass im Diskontsatz nur jene Risiken abgebildet werden, die sich nicht im Cashflow abbilden lassen, wie beispielsweise ein potenzielles „Up-„ oder „Downgrading“. [32]

Da die Festlegung der Zahlungsströme schwieriger und ungenauer wird, je weiter diese in der Zukunft liegen, wird in der Praxis häufig das Zweiperiodenmodell angewendet. Die erste Periode dauert üblicherweise 10 Jahre und bildet alle Cashflows genau ab und die zweite Periode beinhaltet die restliche ökonomische Lebensdauer ab dem 11. Jahr, wobei der Residualwert als „Exit Value“ abdiskontiert wird. Der Residualwert berechnet sich analog dem Ertragswert (vgl. Kapitel 3.3.3) mit einem Kapitalisierungssatz.[33]

Die DCF-Methode hat sich sowohl national wie auch international als Standard bei Bewertungen von Renditeliegenschaften durchgesetzt. Ein grosser Vorteil ist, dass sowohl das Wertwachstum als auch die Betriebs-, Unterhalts- und Instandsetzungskosten im Zeitablauf berücksichtigt werden. Diese Methode eignet sich auch bei Szenariotechniken zur Gegenüberstellung alternativer Varianten und bei der Sensitivitätsanalyse zur Ermittlung der kritischen Werte und sensitiven Faktoren (vgl. Kapitel 4.5.2).

[29] Vgl. Eckert, J. (2008) S. 61; Pedrazzini, L. / Micheli, F. (2002) S. 203 f.
[30] Vgl. Eckert, J. (2008) S. 53; Lindner, R. (2009) S. 6 f; Loderer, C. (2007) S. 366 f.
[31] Vgl. Ritz, K. (2008) S. 35.
[32] Vgl. Ritz, K. (2008) S. 34 – 36.
[33] Vgl. Ritz, K. (2008) S. 24.

Ein Nachteil ist, dass das Ergebnis stark von der Qualität des eingesetzten Datenmaterials abhängt und dass die Mieterträge und Opportunitätskosten mit Unsicherheit behaftet sind. Die Wahl des Diskont- und Kapitalisierungsfaktors sowie die Abschätzung der Inflation sind hinsichtlich des ermittelten Werts besonders kritisch.[34]
Gegenwärtig sind Entwicklungen im Gange, die Faktoren mit langfristig positivem oder negativem Einfluss auf die Zahlungsbereitschaft in der DCF-Methode berücksichtigen wollen, indem ein Zu- oder Abschlag des Kapitalisierungsfaktors erfolgt. Dabei werden vor allem Nachhaltigkeitsindikatoren berücksichtigt.[35]

3.3.6 Methode des internen Zinsfusses

Die interne Zinsfuss-Methode (IRR),[36] gehört zu den Kapitalwertmethoden. Der interne Zinsfuss ist als Kalkulationszinsfuss definiert, bei dem sich ein Kapitalwert von „0“ ergibt. Dabei werden alle Zahlungsflüsse entweder auf heute zurück- oder auf einen Endzeitwert aufdiskontiert. Da der Gebrauch des IRR für ökonomische Darstellungen mit komplexen mathematischen Problemen verbunden ist, muss der Anwender diese mathematischen Zusammenhänge verstehen. Zudem kann diese Methode wegen mathematischen Widersprüchen nicht für alle Objekte verwendet werden.[37]
Der Grund für die Beliebtheit des IRR liegt daran, dass dieser zur Berechnung der Nettorendite verwendet wird und sich die Rentabilität dieser Kapitalanlage gut mit anderen Assets wie Aktien oder Obligationen vergleichen lässt.

3.3.7 Vergleichswert- und hedonische Methode

Bei den Vergleichswertmethoden wird der Wert mittels eines Vergleichs von ähnlichen Referenzobjekten ermittelt, bei denen der Transaktionspreis bekannt ist. Da nun keine Liegenschaft exakt gleich ist wie die andere, werden für bestimmte Kriterien, wie Grösse, Lage, Baustandard etc. Zu- und Abschläge vorgenommen.
Die Vergleichswertmethode eignet sich für alle Objektarten, bei denen genügend gute und aktuelle Vergleichsdaten existieren. Diese Methode hat sich vor allem bei der Wertermittlung von Bauland und Wohneigentum durchgesetzt, auch weil der Ertrag fehlt und somit die Ertragswertmethoden weniger geeignet sind.[38]
Unter den Vergleichswertmethoden hat sich die hedonische Bewertungsmethode etabliert. Dieser Ansatz zerlegt eine Immobilie in ein Bündel von Eigenschaften und ermittelt den Wert aus der Summe der Nutzen dieser Eigenschaften. Diese Attribute, die den Nutzen einer Immobilie ausmachen werden nach Liegenschafts-, Lage- und anderen Merkmalen unterschieden. Typische Liegenschaftsmerkmale sind beispielsweise Alter,

[34] Vgl. ECOPLAN, (2007) S. 48 f.
[35] Vgl. ECOPLAN, (2007) S. 50; CUREM, (2009) S. 213 – 228; Schulte K.-W. et al. (2005) S.479 f.
[36] IRR heisst “Internal Rate of Return”
[37] Vgl. Ropeter, S. (2002) S. 115 – 135; Schulte, W.-K. et al. (2005) S. 503.
[38] Vgl. RICS (2008) S. 35.

Anzahl Zimmer, Badezimmer, Garagenplätze, Wohnfläche und Volumen. Die Lagemerkmale werden in Makro- und Mikrolage mit jeweils weiteren Attributen unterteilt. Zu den übrigen Merkmalen gehören solche, die nicht direkt mit dem Nutzen zu tun haben, wie Transaktionszeitpunkt, rechtliche Gegebenheiten und weitere.
In der Schweiz findet diese Methode mit der Gründung des Informations- und Ausbildungszentrums für Immobilien, auch IAZI genannt, breite Anwendung.
Die wesentlichen Vorteile der hedonischen Methode sind, dass die Wertermittlung replizierbar ist, mit wenig Aufwand ein fundierter und nachvollziehbarer Wert ermittelt werden kann und dass sich diese Methode zunehmend durchsetzt.[39]
Der Nachteil ist, dass in der Schweiz Preisangaben von Transaktionen kaum öffentlich erhältlich sind, dass aber genügend Handänderungen von vergleichbaren Objekten für die Preisdefinition der Eigenschaften vorhanden sein müssen und die Qualität des Ergebnisses stark von der Menge und Qualität dieser Daten abhängt.[40]

3.3.8 Benchmarking

Benchmarking ist auch vergleichsbasierend und wird im Immobilienbereich immer wichtiger.[41] Benchmarking heisst, dass eine Analyse von Vergleichsfaktoren stattfindet, um damit Vorgaben zu definieren, die zu einer Verbesserung führen. Dabei findet vorwiegend ein quantitativer Vergleich mittels verschiedener Kennzahlen statt, wie beispielsweise das Verhältnis von Hauptnutzfläche zur Geschossfläche oder Kosten pro Flächeneinheit. Folglich müssen solche Kennzahlen, welche auch Benchmarks genannt werden, für das eigene Objekt ermittelt und dann mit denen von Referenzobjekten verglichen werden. Wichtige und oft verwendete Benchmarks sind die Performance, die Wertentwicklung von Bauten, die Netto-Cashflow-Rendite, die Bruttorendite, die Leerstandsquote, der Wert pro m^2 Geschossfläche, die Mieten, die Betriebskosten, der Anteil Nutzfläche am Gesamten und weitere.[42]

3.3.9 Vollständiger Finanzplan

Die Methode des vollständigen Finanzplans (VOFI) basiert darauf, dass sämtliche originäre und derivaten Zahlung tabellarisch erfasst werden und somit auf eine finanzmathematische Berechnung mit komplexen und schwierig nachvollziehbaren Formeln verzichtet werden kann. Sämtliche Zahlungen werden chronologisch geordnet im Finanzplan nachgeführt und zu einem Zielwert aggregiert. Diese schrittweise und einfach nachvollziehbare Vorgehensweise komplizierter Finanzkonstrukte macht die Bewertung übersichtlich und verständlich.[43]

---

[39] Vgl. Scognamiglio, D. (2008) S. 50 – 56.
[40] Vgl. Schulte, K.-W. et al. (2005) S. 474 - 479.
[41] Vgl. Wüest & Partner (2009) S. 13.
[42] Vgl. Scognamiglio, D. (2008) S. 61 – 64.
[43] Vgl. Ropeter, S. (2002) S. 172 – 203.

Der VOFI bildet für immobilienbezogene Investitionsrechnungen eine gute Grundlage und ist im Vergleich zu den Barwert- und Ertragswertmethoden weniger von der Festlegung des Diskont- oder Kapitalisierungssatzes abhängig. Diese Methode wird in der Praxis eher selten zur Bewertung von Liegenschaften beigezogen, birgt aber ein gutes Potenzial, um komplexe und mehrdimensionale Zusammenhänge verständlich und nachvollziehbar darzustellen und zu berechnen.

3.4 Die Rechnungslegung und der Einfluss auf die Bewertung

Die Schweizer Fachempfehlung für Rechnungslegung (FER) gibt für die Rechnungslegung im Rahmen der Berichterstattung gemäss OR einen Standard vor. Besonders international tätige oder börsenkotierte Immobilienunternehmen werden durch Regulative zu einem anerkannten Reporting-Standard verpflichtet und müssen ihre Immobilien jährlich bewerten lassen. In der Schweiz haben sich die beiden Bewertungsstandards von „IFRS“[44] und Swiss „GAAP FER“[45] und an der Schweizer Börse SWX noch zusätzlich der Standard „US GAAP“ etabliert. Dabei wird die Bilanzierung von Immobilien geregelt und Ziel ist es, den „(True and) Fair Market Value“ zu ermitteln, der dem Zeitwert respektive Marktwert (vg. Kapitel 3.2) entspricht. Die FER geht in Detailfragen weniger spezifisch vor, orientiert sich aber bei offenen Punkten stark am IFRS. Die Wissensgenerierung und aktive Wissensverbreitung auf diesem Sektor fördert die Professionalisierung in der Immobilienbranche.[46]

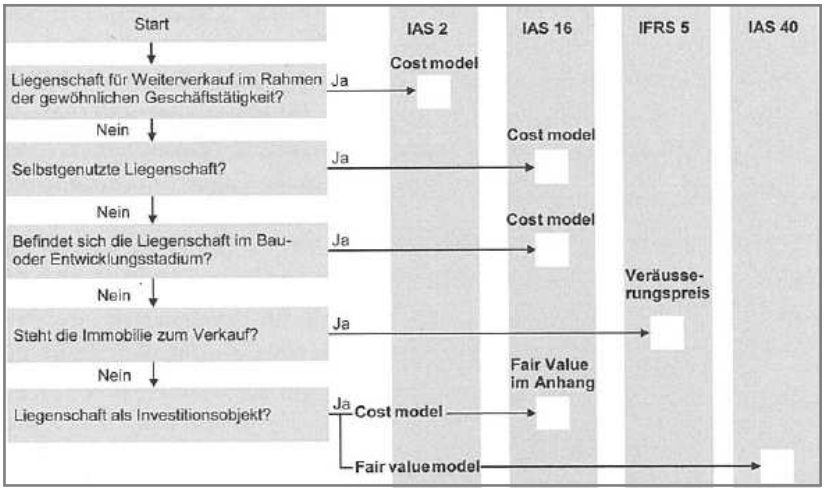

Abbildung 3: Entscheidungsbaum zur Klassifizierung von Immobilien nach IFRS[47]

Ein wichtiger Grundsatz bei einer Bewertung ist, dass diese neutral erfolgt und keine Interessenskonflikte bestehen. Grundsätzlich gilt die Immobilienbewertung als betriebswirtschaftliche Disziplin, die es dem Bewerter überlässt, die richtige Methodik

[44] IFRS ist eine Institution, die international anerkannte Reporting-Standards festlegt.
[45] Swiss GAAP FER orientiert sich stark am IFRS, mit schweizerisch anerkannten Reporting-Standards.
[46] Vgl. Bahn, C. (2009) S. 88.
[47] Quelle: RICS (2007) S. 11.

anzuwenden. Die fortschreitende Internationalisierung drängt eine international anerkannte Standardisierung und Vereinheitlichung der Immobilienbewertung auf.[48]
Die „Swiss Valuations Standards“ (SVS), die von RICS[49] betreut werden, geben mit dem Charakter einer Empfehlung die „Best Practice“ of „Real Estate Valution“ vor.[50] Diese orientiert sich stark an den „International Valuation Standards“ (IVS) und den globalen „Valuation Standards“ von RICS und streben eine Vereinheitlichung von Begriffen und Definitionen von Bewertungsmethoden an.
Beim IFRS werden die Immobilien nach dem Aspekt der Nutzung und des Zwecks, wie in Abbildung 3 dargestellt, kategorisiert.
Die IAS-Klassen weisen den Objekten Nutzungskategorien zu und geben entsprechende Bewertungsrichtlinien an. Das „Cost model“ legt den Gebäudewert als den niedrigeren Wert aus Anschaffungs-/Herstellungskosten oder Nettoveräusserungserlös fest. Beim „Fair value model“ ist es der Marktwert exklusive zukünftiger Transaktionskosten.[51]
Auch im öffentlichen Sektor in der Schweiz erfolgt eine Umstellung der Rechnungslegung. Analog zu FER und IFRS soll in jeder Periode der effektive Verbrauch und die effektive Vermögenslage ausgewiesen werden, um erhöhte Kostentransparenz und sachgerechte Investitionsentscheide zu fördern.[52]

3.5 Basel II und der Einfluss auf die Immobilienbranche

Das Ratingmodell Basel II hat bei Immobilieninvestitionen einen Einfluss bei der Konditionierung von Fremdkapitalkosten.[53] Für „Equity-Player“ wie Pensionkassen oder Versicherungen hat es praktisch keinen Einfluss, da Bonität und Liquidität für diese Institutionen kein Problem darstellt, während andere Investoren mit hoher Fremdkapitalverschuldung diesen Aspekt in die Investitionsüberlegungen integrieren müssen.

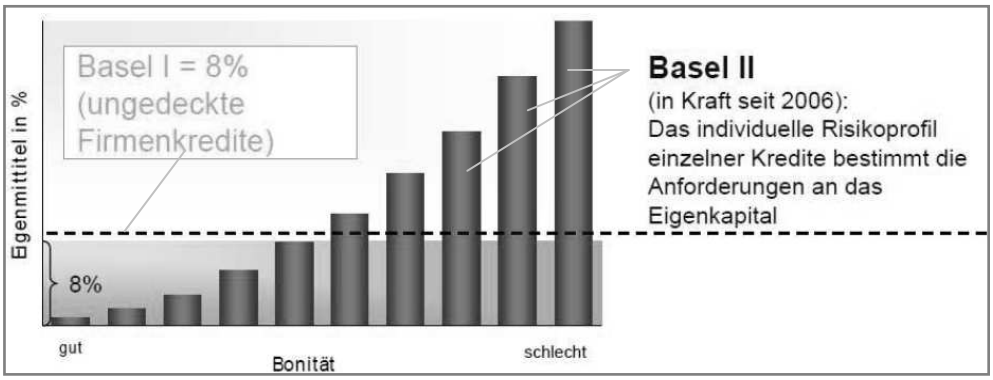

Abbildung 4: Unterschied der Eigenmittelunterlegung zwischen Basel I und Basel II[54]

[48] Vgl. RICS (2007) S. 19.
[49] RICS ist eine global aktive Institution aus Mitgliedern mit ausgewiesenem Immobilienfachwissen.
[50] Vgl. RICS (2007) S. 1.
[51] Vgl. RICS (2007) S. 7 – 12.
[52] Vgl. Wüest & Partner (2009) S. 72 f.
[53] Vgl. Gleissner, W. / Füser, K. (2003) S. 16 f. u. S. 25.
[54] Quelle: Fischer, M. / Hügle, K. (2008) S. 98.

Der Hintergrund von Basel II ist, dass bei Banken das Rating eine grosse Bedeutung bei der Herausgabe von Krediten im Zusammenhang mit einer ausreichenden Eigenmittelunterlegung hat, welche gesetzlich geregelt ist und durch die Aufsichtsbehörde regelmässig kontrolliert wird. Ziel ist es, dass die Banken Verluste aus Risiken selber verkraften können und damit das Finanzsystem als Ganzes sicher gehalten wird.
In Basel I wurde 1988 vom Baseler Ausschuss die Eigenmittelunterlegung für Kredite unabhängig vom individuellen Risikoprofil des Kreditnehmers mit mindestens 8% beziffert. Die Schweizerische Immobilienkrise der 90er Jahre hat deutlich gezeigt, dass dieses Ratingmodell viel zu wenig differenziert war und damit Sicherheitslücken vorhanden waren. Mit dem Ratingmodell Basel II, das 2001 veröffentlicht wurde und seit 2006 in Kraft ist, wurde diesem Misstand aus Basel I Rechnung getragen. [55]
In Basel II wird nun durch risikoadäquate Eigenkapitalanforderungen und Zinsvorgaben die Sicherheit der Bankenwelt erhöht.[56] Dabei wird für einen Kredit ein individuelles Risikoprofil erstellt, das unter anderem die Ausfallswahrscheinlichkeiten und Sicherheiten der Kredite nach vorgegebenen Kriterien berücksichtigt. Die Höhe der Verzinsung erfolgt nun risikoabhängig anhand eines festgelegten Ratings. Bei einem guten Rating fallen niedrige und bei einem schlechten hohe Kreditkosten an, womit eine Quersubventionierung weitgehend vermieden wird. Nachfolgend sind in Tabelle 1 die Bonitätsnoten und Ratingsymbole von internationalen Ratingagenturen aufgelistet.[57]

Moody's	S & P	Fitch IBCA	Ratings
Aaa	AAA	AAA	Beste Qualität, geringstes Ausfallrisiko
Aa1 Aa2 Aa3	AA+ AA AA-	AA+ AA AA-	Hohe Qualität
A1 A2 A3/A-	A+ A	A+ A	Angemessene Deckung von Zins und Tilgung, viele gute Investmentattribute, aber auch Elemente, die sich bei einer Veränderung des wirtschaftlichen Umfelds negativ auswirken können
Baa1 Baa2 Baa3	BBB+ BBB BBB-	BBB+ BBB BBB-	Angemessene Deckung von Zins und Tilgung, aber auch spekulative Charakteristika oder mangelnder Schutz gegen wirtschaftliche Veränderung
Ba1 Ba2 Ba3	BB+ BB BB-	BB+ BB BB-	Sehr mäßige Deckung von Zins und Tilgung, auch in gutem Wirtschaftsumfeld
B1 B2 B3	B+ B B-	B+ B B-	Geringe Sicherung von Zins und Tilgung
Caa1 Caa2 Caa3 Ca C	CCC+ CCC CCC- CC C	CCC+ CCC CCC- CC C	Niedrigste Qualität, geringster Anlegerschutz, in akuter Gefahr eines Zahlungsverzugs, bei Moody's auch bereits in Zahlungsverzug
	SD	DDD DD D	In Zahlungsverzug, bei Fitch IBCA mit unterschiedlichen Erwartungen für die Rückzahlungsquoten (100-90 %, 90-50 %, unter 50 %)

Tabelle 1: Bonitätsnoten mit den entsprechenden Ratings[58]

Ein bedeutendes Modell zur Berechnung der Kapitalkosten ist das „Capital-Asset-Pricing-Modell“ (CAPM) nach der Theorie von Markowitz. Hierbei werden systematische und unsystematische Risiken unterschieden, wobei letztere im Gegensatz zu den systematischen Risiken mittels Diversifikation eliminiert werden können.[59]

[55] Vgl. Wüest & Partner (2009) S. 11.
[56] Vgl. Wiedenmann, M. (2007) S. 27 f.
[57] Vgl. Wiedenmann, M. (2007) S.146 – 149.
[58] Quelle: Wiedenmann, M. (2007) S. 148.
[59] Vgl. Gleissner, W. / Füser, K. (2003) S. 28 -31.

Die Auswirkungen von Basel II auf die Immobilienbranche sind, dass Unternehmen mit einer knappen Eigenkapitaldecke höhere Fremdkapitalkosten bezahlen müssen, dass die Kreditvergabe vor allem bei unerfahrenen und kleineren Teilnehmer restriktiver geworden ist und dass das prozyklische Kreditvergabeverhalten der Banken zugenommen hat. Dies führt bei einigen Unternehmen zu einem erhöhten Eigenmittelbedarf und teilweise auch zu neuen Finanzierungsformen.[60]

3.6 Fazit zur Werthaltigkeit von Renditeliegenschaften

Es hat sich gezeigt, dass bei Renditeliegenschaften der Wert der Investition weitestgehend auf den für die Zukunft prognostizierten „Cashflows“ basiert. Dabei hat sich in der Praxis aus der Fülle von Bewertungsmethoden die DCF-Methode durchgesetzt.

Das Schätzungswesen ist einem steten Wandel unterworfen. Die Professionalisierung ist anhand des Fortschritts in den letzten 20 Jahren unverkennbar. Die DCF-Methode setzt eine hohe Kompetenz und interdisziplinäres Fachwissen des Bewerters voraus und benötigt viel und aktuelles Datenmaterial, gute Standort- und Marktkenntnisse und Erfahrung. Das Ergebnis ist nur so gut, wie es die verwendeten Daten sind.[61] Die werttreibenden Faktoren sind die „Cashflows“, die Festlegung des Diskont- und Kapitalisierungssatzes und die Berechnung des Residualwerts auf der Basis einer angenommen Lebensdauer der Immobilie. Eine Schwierigkeit ist eine realitätsnahe Abbildung aller zukünftigen Einnahmen und Ausgaben unter Einbezug von Leerständen, indexangepassten und marktüblichen Mieteinnahmen, Betriebs- und Verwaltungskosten, die Instandhaltungs- und Instandsetzungskosten sowie der Einbezug von Totalsanierungen.[62]

Es ist wichtig, dass der Bewerter gegenüber verschiedenen Parteien stets Objektivität und Neutralität bewahrt. Das Resultat soll nachvollziehbar und transparent sein.[63] Die Schwierigkeit ist es, trotz vieler Unsicherheiten einen fixen Schätzwert zu ermitteln. An diesem Punkt stösst die Immobilienbewertung genauso wie die Rechnungslegung an seine Grenzen, da die Unsicherheiten teilweise oder gänzlich ausgeblendet werden müssen, um einen fixen Schätzwert zu erhalten. Ein Bewerter möchte sich nicht auf unsicherem Territorium bewegen. Somit werden potenzielle „Up“- und „Downgradings“ nicht oder kaum in die Betrachtung integriert.

Die Bewertungsindustrie ist eng mit den Regulatorien der Rechnungslegung verknüpft. Dabei zeichnet sich eine Internationalisierung von anerkannten Standards ab. Am Beispiel von Basel II wird deutlich, dass die Faktoren Kapital und Risiko eng miteinander verknüpft sind und nicht gesondert betrachtet werden können. Dies soll in der Folge weiter analysiert werden.

---

[60] Vgl. Fischer, M. / Hügle, K. (2008) S. xx – xx ; Wiedenmann, M. (2007) S. 27 – 35.
[61] Vgl. Feusi, M. (2009) S. 80; Frei, M. (2009) S. 107.
[62] Vgl. Pfister, S. (2008) S. 36 - 45.
[63] Vgl. Feusi, M. (2009) S. 79 f.

4 Chancen und Risiken bei Immobilien

4.1 Der Begriff Risiko

Der Ursprung des Begriffs Risiko lässt sich am ehesten aus dem lateinischen „risicare“ herleiten, was mit „etwas wagen“ gleichgesetzt werden kann.[64] Will man den Begriff Risiko noch weiter analysieren, so ist gemäss Abbildung 5 zwischen Sicherheit und Unsicherheit sowie zwischen Risiko und Ungewissheit zu differenzieren.

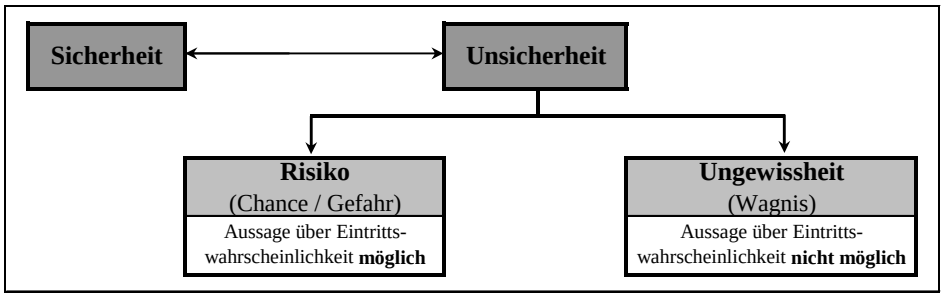

Abbildung 5: Unterscheidung von Unsicherheit, Risiko und Ungewissheit[65]

Risiko im weiteren Sinne kann positiv oder negativ und im engeren Sinn nur negativ behaftet sein.[66] Bei einer Risikosituation kann eine Angabe über die Eintrittswahrscheinlichkeit gegeben werden, während dies bei der Ungewissheit nicht der Fall ist.[67]
Der Begriff Risiko ist wie folgt zu verstehen: „Risiko darf nicht länger vordringlich nur als Gefahr, sondern muss verstärkt auch als Chance, richtig genutzt sogar als eigenständiger Produktionsfaktor, verstanden werden. […] Risikopotenziale lassen sich dabei als eine Art ‚Risikobilanz’ der sich bietenden Chancen und drohenden Gefahren interpretieren“.[68] Trotzdem wird Risiko in unserer Gesellschaft eher negativ als eine Gefahr interpretiert, was in dieser Arbeit nicht so verstanden werden soll.
Die totale Risikovermeidung kann nicht Ziel eines sinnvollen Risikomanagements sein, wie heisst es doch: „To take no risks is the biggest risk of all“.[69]

4.2 Zusammenhang zwischen Risiko und Werthaltigkeit

Schon bei der Berechnung des Wertes von Renditeliegenschaften hat es sich gezeigt, dass die Risikokomponente mitberücksichtigt werden muss. Diese wird bei den Ertragswertberechnungen in den Cashflows und im Kapitalisierungs- respektive Diskontsatz eingebaut, welcher bei der DCF-Methode üblicherweise nach dem Risikokomponentenmodell festgelegt wird (Vgl. Kapitel 3.3.5).[70] Ein Investor muss bei der Beurteilung von alternativen Investitionsmöglichkeiten alle wichtigen Aspekte in Betracht zie-

[64] Vgl. Kenzelmann, A et al. (2007) S. 13; vgl. http://www.ws-innocon.de/cms/WS-riskManagement.pdf
[65] Vgl. Wiedenmann, M. (2007) S. 17; Maier, K. (2004) S. 6.
[66] Vgl. Lutz, U. / Klaproth, T. (2004) S. 82.
[67] Vgl. Maier, K. S. 6; Kenzelmann, A. et al. (2007) S. 13. f.
[68] Maier, K. (2004) S. XV.
[69] Maier, K. (2004) S. 3.
[70] Vgl. Pedrazzini, L. (2002) S. 43; Ritz, K. (2008) S. 34.

hen, wozu auch das mit dem Vorhaben verbundene Risiko zählt.[71] Die drei Komponenten Rendite, Risiko und Liquidität sind wesentliche Erfolgskriterien bei der Beurteilung eines Immobilieninvestments (vgl. Abbildung 6).

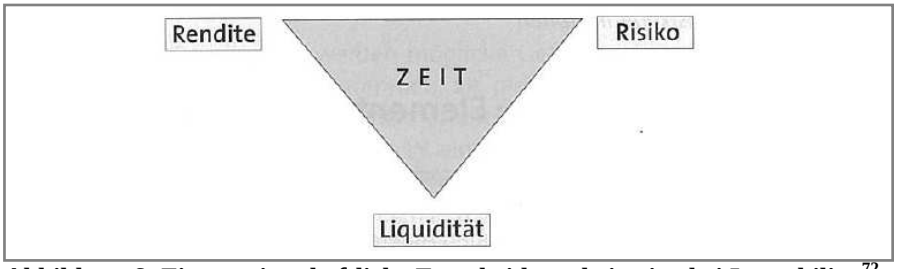

Abbildung 6: Finanzwirtschaftliche Entscheidungskriterien bei Immobilien[72]

Jeder Investor wünscht sich eine möglichst hohe Rendite bei tiefem Risiko und guter Liquidität. Generell gilt dabei der Grundsatz, dass eine höhere Renditeaussicht auch ein höheres Risiko voraussetzt,[73] was allerdings von Fall zu Fall neu beurteilt werden muss. Die Risikobereitschaft ist je nach Investor sehr unterschiedlich und muss in Abstimmung mit der Renditeerwartung festgelegt werden. Die Determinanten Liquidität und Timing sind gesondert zu betrachten.[74] Mit Liquidität ist auch Fungibilität gemeint, wie fest und für wie lange das Kapital an eine Immobilie gebunden ist und im Unterschied zu Aktien nicht ohne weiteres flüssig gemacht werden kann. Bei Liquiditätsengpässen kann ein möglicher Verkauf schwierig werden, da ein Verkauf unter Zwang ungünstig und mit Verlustpotenzial verbunden ist oder es eine Weile dauern kann, bis ein Objekt zu einem angemessenen Preis verkauft werden kann. Deshalb sollen die finanziellen Mittel hinsichtlich Liquidität, dem zeitlichen Anlagehorizont und weiteren Faktoren analysiert und in die Immobilienstrategie integriert werden.

4.3 Risikoaspekte bei Renditeliegenschaften

Wie bei allen Assets sind auch bei Immobilienkapitalanlagen die Risiken und die damit verbundenen Renditeaussichten je nach Objekt sehr unterschiedlich. Bei einer Renditeliegenschaft können unter anderem folgende Aspekte unterschieden werden:[75]

- Geographische Lage (lokal, regional, national, kontinental, global)
- Nutzungsart: Wohnen, Büro, Retail, Freizeit, Industrie, etc.
- Investitionsstil: Core, Core Plus, Value Added, Opportunistic (vgl. Kapitel3.1)
- Investitionsform: Direkt, indirekt, börsenkotiert
- Fungibilität: Grad der Einschränkung der Handelbarkeit
- Management: Aktive oder passive Teilnahme
- Anlagehorizont: Kurz-, mittel- oder langfristig

[71] Vgl. Ropeter, S. (2002) S. 204.
[72] Quelle: Maier, K. (2004) S. 4 ; Lindner, R. (2009) S. 14.
[73] Vgl. Wellner, K. (2009) S. 10.
[74] Vgl. Wellner, K. (2009) S. 9.
[75] Vgl. Lindner, R. (2009) S. 22, 23 u. 35.

- Markttrends: Trendsetting, Trends mitmachen, Trends nicht beachten
- Aggressivität: Aggressiv, defensiv oder passiv
- Investitionsgrösse: Gross, mittel, klein, ohne Bedeutung

In der Folge werden wichtige Attribute erwähnt, die bei immobilienspezifischen Risiken zugeordnet werden können, diese charakterisieren und differenzieren:

- Eindimensionale oder zweidimensionale Risiken: Eindimensionale Risiken können nur negativ sein, wie beispielsweise ein Wirbelsturm, während zweidimensionale Risiken positiv oder negativ sein können, wie beispielsweise der Wechselkurs oder eine Zinsänderungen.
- Systematische oder unsystematische Risiken: Die systematische Komponente umfasst Chancen und Gefahren, die kaum beeinflusst werden können und sich aufgrund der Konjunktur-, Länder-, Markt- oder Standortentwicklung ergeben. Die unsystematischen Risiken weisen objektspezifische Determinanten wie Finanzierungs-, Projektentwicklungs-, Termin-, Qualitäts- oder Kostenrisiken auf, welche mittels Diversifikation reduziert werden können (vgl. Abbildung 7).

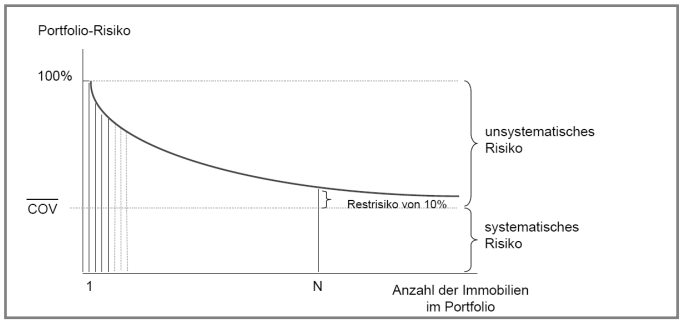

Abbildung 7: Diversifikationseffekt von systematischen / unsystematischen Risiken[76]

- Quantifizierbare oder nicht quantifizierbare Risiken: Die quantifizierbaren Risiken, auch als harte Faktoren bekannt, lassen sich beispielsweise mit einem Mittelwert, der Standardabweichung und Eintrittswahrscheinlichkeit quantifizieren. Man spricht auch vom „Value at Risk“, was bedeutet, dass der Wert in Abhängigkeit des Risikos bestimmt wird. Grundvoraussetzung für einen solchen finanzmathematischen Ansatz sind genügend und verlässliche Daten. Baukostenrisiken lassen sich quantifizieren, während beispielsweise politische oder steuerrechtliche Veränderungen zu den nicht quantifizierbaren Risiken zählen. Die nicht quantifizierbaren Risiken werden auch weiche Faktoren genannt.
- Existenzielle oder finanzielle Risiken: Existenzielle Risiken sind Unsicherheiten, die den Untergang respektive die Existenz betreffen. Finanzielle Risiken kommen beispielsweise bei Transaktionen zum Tragen. Hierzu zählen das Verschuldungs-, Liquiditäts-, Zinsänderungs- oder Wechselkursrisiko. [77]

[76] Quelle: Wellner, C. (2009) S. 41.
[77] Vgl. Maier, K. (2004) S. 10 – 13.

Bei Renditeobjekten ist Risikomanagement die zielgerichtete Planung und Steuerung immobilienbezogener Entscheidungsprozesse.[78] Wesentlich dabei ist die systematische Identifizierung möglicher Risiken,[79] damit Optimierungsmassnahmen getroffen werden können, mit denen Chancen genutzt und Risiken reduziert werden.
Die Risikofähigkeit einer Immobilieninvestition muss tragbar sein und zur Unternehmensstrategie passen.[80] Wo ein Potenzial vorhanden ist, gilt es dieses optimal zu nutzen. Dabei muss die Spannweite von realistischen Chancen und relevanten Risiken evaluiert und in die Überlegungen und Berechnungen miteinbezogen werden.[81]

4.4 Die Quantifizierung von Risiken

Wenn das Risiko in die Bewertung einer Immobilieninvestition integriert werden soll, dann muss das Risiko quantifiziert werden können. Dieser Risikofaktor, der das Gewinn- und Verlustpotenzial beziffert, wird „Value-at-Risk-Ansatz“ genannt. Dabei wird bei einer definierten Eintrittswahrscheinlichkeit der maximal mögliche Verlust innerhalb eines bestimmten Zeitintervalls bestimmt.[82] Die quantifizierbaren Risiken können mittels mathematisch-statistischen Methoden, Wahrscheinlichkeitsmethoden (vgl. Kapitel 4.5.4) oder Kennzahlen und die nicht quantifizierbaren mittels indirekten Bewertungsmethoden wie „Rating“, „Scoring“, Nutzwertanalyse, Fragenkataloge und weiteren beziffert werden.[83]

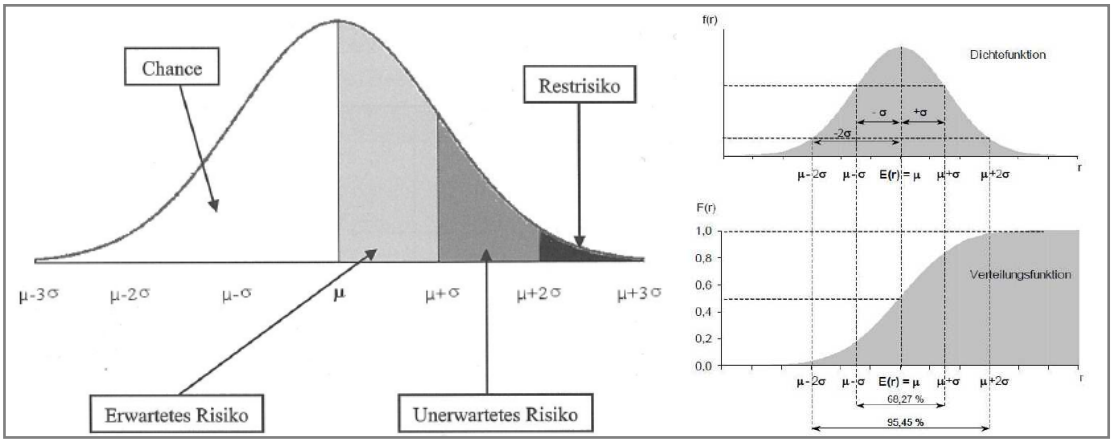

Abbildung 8: Risikoberechnung mit Eintretenshäufigkeit / Einfluss auf die Rendite[84]

Wie Abbildung 8 illustriert, kann mit dem Mittelwert (**μ**) und der Standardabweichung (**σ**) die Wahrscheinlichkeit (in %) der möglichen positiven oder negativen Abweichung der Rendite (**r**) vom Mittelwert innerhalb einer Bandbreite berechnet werden.[85] In die-

[78] Vgl. Baumeister, A. (2004) S. 14.
[79] Vgl. Baumeister, A. (2004) S. 7.
[80] Vgl. Lindner, R. (2009) S. 40.
[81] Vgl. Gerlach, H. et al. (1988) S. 117.
[82] Vgl. Maier, K. (2004) S. 36; Lutz, U. / Klaproth, T. (2004) S. 175.
[83] Vgl. Wellner, K. (2009) S. 14.
[84] Quelle: Gondring, H. (2007) S. 18; Wellner, K. (2009) S. 26.
[85] Vgl. Loderer, C. et al. (2007) S. 314 f.

sem Beispiel ist innerhalb des Bereichs mit einfacher Standardabweichung über 68% und mit zweifacher Standardabweichung über 95% der Eintretenshäufigkeit abgedeckt. Die Methode der Risikoberechnung mit Wahrscheinlichkeitsbetrachtung wird häufig bei Portfolios angewendet, wo mittels Diversifikation von unterschiedlich korrelierenden Objekteigenschaften bei gleichbleibender Renditeaussicht das unsystematische Risiko weigehend eliminiert werden kann und nur noch das systematische Risiko bleibt (vgl. Abbildung 7). Damit lässt sich ein Portfolio effizienter gestalten, was jeweils mit dem Performancemass „Sharpe ratio“, dem Verhältnis von Rendite zu Risiko, ausgedrückt wird.[86] Diese Methode lässt sich aber auch auf Objektebene einsetzen, um dem Investor das Gewinn- und Verlustpotenzial nachvollziehbar aufzuzeigen.
Ein weiteres Instrument zur Berechnung des Risikos ist die Regressionsanalyse, die häufig bei Portfoliobewertungen und eher selten auf Objektebene angewendet wird und gut interpretierbare Daten liefern kann, wenn der Aufwand der Datenbeschaffung und Berechnung nicht gescheut wird. Es handelt sich dabei um ein mathematisch-statistisches Rechnungsmodell, mit der die Intensität und Wirkungsrichtung verschiedener quantifizierbarer Risikofaktoren gemessen werden kann.[87]

4.5 Instrumente für das Risikomanagement

In diesem Kapitel werden verschiedene Instrumentarien erläutert, die für das Risikomanagement im Immobilienwesen geeignet sind. Die hier vorgestellten Methoden wurden entweder wegen ihrer Praxisrelevanz oder im Hinblick auf ihr Zukunftspotenzial ausgewählt. Die Auflistung an möglichen Instrumentarien ist nicht abschliessend.

4.5.1 Die Risikoanalyse

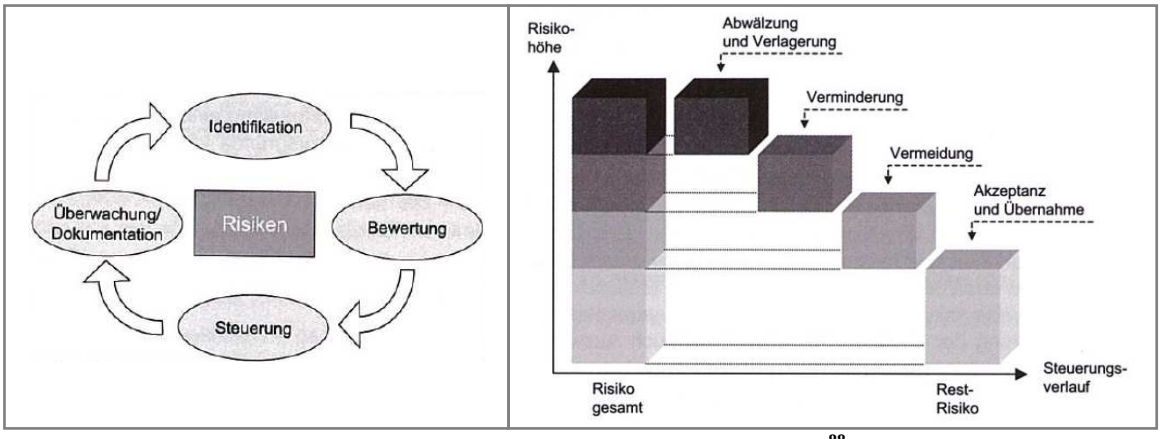

Abbildung 9: Risikosteuerungsprozess / Methoden zur Risikominderung[88]

Die Notwendigkeit mit Risikomanagement die Risiken zu steuern, zu kontrollieren und zu visualisieren ist unumstritten. Die steigende Volatilität an den verschiedenen Märk-

[86] Vgl. Wellner, K. (2009) S. 29 – 47.
[87] Vgl. Maier, K. (2004) S. 175 – 179.
[88] Quelle: Wiedenmann, M. (2007) S. 22 u. 24.

ten, wie beispielsweise dem Finanz- und Immobilienmarkt, lässt das Interesse an einer effizienten Risikosteuerung aufkommen, auch wenn dies in der Immobilienbranche bisher noch wenig verbreitet ist.[89] In Abbildung 9 ist auf der linken Seite der Risikosteuerungsprozess mit den folgenden Schritten dargestellt:

- Risikoerkennung: Identifikation und Analyse
- Risikomessung: Quantitative Messung oder qualitative Bewertung
- Risikosteuerung: Massnahmen zur Überwälzung, Minderung, Vermeidung, Absicherung, Inkaufnahme, etc. von Risiken (vgl. Abbildung 9, rechte Seite)
- Risikoüberwachung: Kontinuierliche operative Kontrolle, Erfassung von Risikoveränderungen, Dokumentation

Der Druck der Öffentlichkeit, Anleger und Investoren nach Kontrolle und Transparenz weckt das Interesse der Offenlegung und Visualisierung von Risiken, was mit einem Überwachungs- und Frühwarnsystem erfolgen kann. Es geht dabei nicht nur um die Verringerung der Eintrittswahrscheinlichkeit und des Ausmasses von negativen Risiken, sondern auch um positive Nutzung von Risikoelementen als Chancen. Mit risikopolitischen Steuerungsinstrumenten soll die Unsicherheit auf ein Minimum reduziert und die Wirtschaftlichkeit optimiert werden. Der Anleger muss sich bewusst sein, welches Risiko bei welcher Renditeerwartung er eingehen will und welches er tragen kann.[90]

Die Risikobetrachtung ändert sich im Zeitverlauf und muss phasengerecht erfolgen. Je nach Phase einer Baute ändert sich das Schwergewicht der verschiedenen Risikofaktoren. Wie aus Abbildung 10 ersichtlich ist, verändert sich beispielsweise das Konzeptionsrisiko im Laufe des Lebenszyklus und endet bei der Inbetriebnahme.

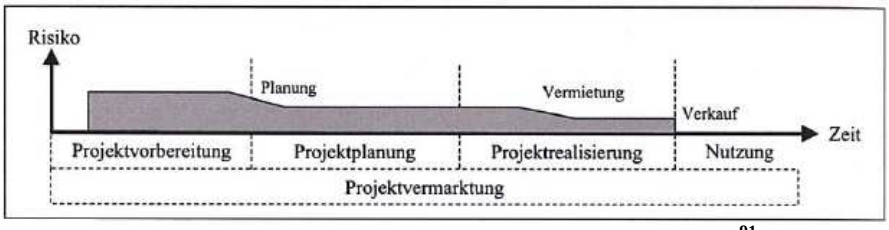

Abbildung 10: Zeitverlauf des Planungs- und Konzeptionsrisikos[91]

4.5.2 Die Sensitivitätsanalyse

Unter dem Oberbegriff der Sensitivitätsanalyse stehen das Verfahren der kritischen Werte, die Alternativenrechnung und die Szenarioanalyse.[92] Die Sensitivitätsanalyse basiert auf einem Schätzwert, der aus mehreren Komponenten wie „Cashflows“, Diskontsatz, Residualwert, etc. berechnet wird und untersucht diese Komponenten einzeln in zweierlei Hinsicht:

---

[89] Vgl. Maier, K. (2004) S. 15; Lutz, U. / Klaproth, T. (2004) S.90 – 93.
[90] Vgl. Maier, K. (2004) S. 15 f.; Wellner, K. (2009) S. 11 – 15; Wiedenmann, M. (2004) S. 22 – 26; Gerlach, H. et al. (1988) S. 116 f.
[91] Quelle: Wiedenmann, M. (2007) S. 94.
[92] Vgl. Schulte, K.-W. (1986) S. 172 f.; Ropeter, S. (2002) S. 211; Poorvu, W. (1999) S. 243.

- Welcher Faktor beeinflusst das Ergebnis besonders stark und wie stark?
- In welcher Bandbreite sind die Schwankungen plausibel und ab wann wird eine kritische Grösse erreicht?

Ziel ist es, eine mögliche Entwicklung vorauszusehen und das Risiko bei anstehenden Entscheidungen zu reduzieren oder mindestens zu erkennen.

Beim Verfahren der kritischen Werte werden die Komponenten einzeln darauf hin untersucht, wann diese einen kritischen Wert aufgrund der Veränderung erreichen. Dieser Punkt nennt sich „Break-Even-Point“ und stellt entweder ein Höchst- oder ein Mindestwert dar.

Bei der „Alternativenrechnung“ wird die Veränderung des Zielwerts anhand der einzeln analysierten Variabeln darauf untersucht, wie gross deren Einfluss auf das Ergebnis ist, respektive wie sensitiv diese Variabeln sind. Dies kann beispielsweise mit einer Veränderung der einzelnen Inputfaktoren um +/- 20% sein und lässt sich gut in einem Tornadodiagramm visualisieren (vgl. Abbildung 11).

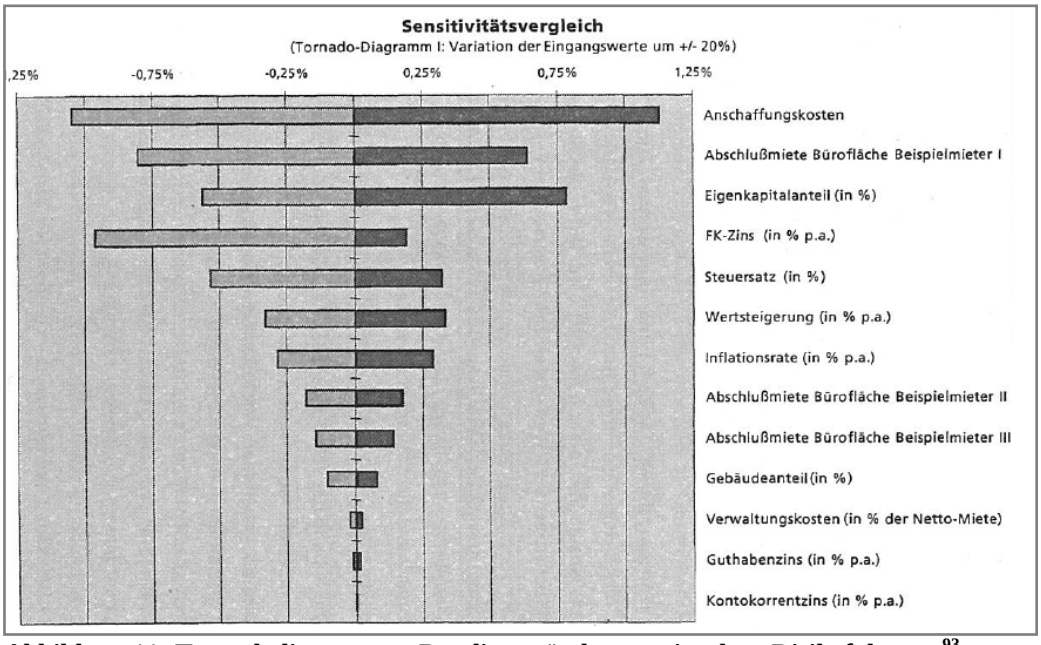

Abbildung 11: Tornadodiagramm – Renditeveränderung einzelner Risikofaktoren[93]

Bei der Szenarioanalyse werden verschiedene Szenarien untersucht. Dabei werden häufig die drei Szenarien „Schlechteste / worst case“, „Wahrscheinlichste / real case“ und „Beste / best case“ dargestellt. Da die Eintrittswahrscheinlichkeit für die Extremszenarien sehr klein ist, sind weniger extreme Szenarien wie Optimal, Wahrscheinlich und Schlecht einfacher interpretierbar. Für diese Szenarien werden die korrespondierenden Ausprägungen den einzelnen Komponenten zugeteilt. Damit kann mit wenig Aufwand das gesamte Spektrum an Möglichkeiten visualisiert werden.

[93] Quelle: Ropeter, S. (2002) S. 319.

Der Nachteil ist allerdings, dass die Sensitivitätsanalyse keine Wahlentscheidung unter Unsicherheit liefert, da keine Information über die Eintrittswahrscheinlichkeit der verschiedenen Szenarien vorhanden ist.[94]

4.5.3 Das Korrekturverfahren

Beim Korrekturwertverfahren werden bei einzelnen Komponenten Zu- respektive Abschläge vorgenommen, die sich negativ auf die Renditeberechnung auswirken. So werden beispielsweise die Mieterträge nach unten und die Baukosten nach oben korrigiert. Damit sollen bei Eintritt von Risiken die negativen Auswirkungen durch diesen Renditepuffer abgefedert werden können. Dieses Verfahren hat Parallelen zum „Worst-Case-Szenario“ bei der Szenarioanalyse (vgl. Kapitel 4.5.2).

Das Korrekturwertverfahren ist bei Projektentwickler ein beliebtes Instrument, da es einfach und schnell anwendbar ist. Dabei werden nach dem Vorsichtsprinzip globale Risiken ausgeschlagen.

Dieses Verfahren wird kritisiert, weil es sehr einseitig ist. Da die Risiken summarisch und nicht analytisch ermittelt werden, kann es eine Fehleinschätzung zukünftiger Entwicklung provozieren. Ein weiterer Nachteil ist, dass ein zu grosser Risikopuffer eine Investitionsabsicht zu Fall bringen kann, da die Marktfähigkeit zu pessimistisch eingeschätzt wird.[95]

4.5.4 Risikoberechnung mit Wahrscheinlichkeitsbetrachtung

In der Risikoanalyse soll nun die Berücksichtigung der Eintrittswahrscheinlichkeit miteinbezogen werden, damit der Investor anhand des Gesamtrisikos bei seinen Entscheidungen die Unsicherheit und das Risiko quantifiziert beurteilen kann.

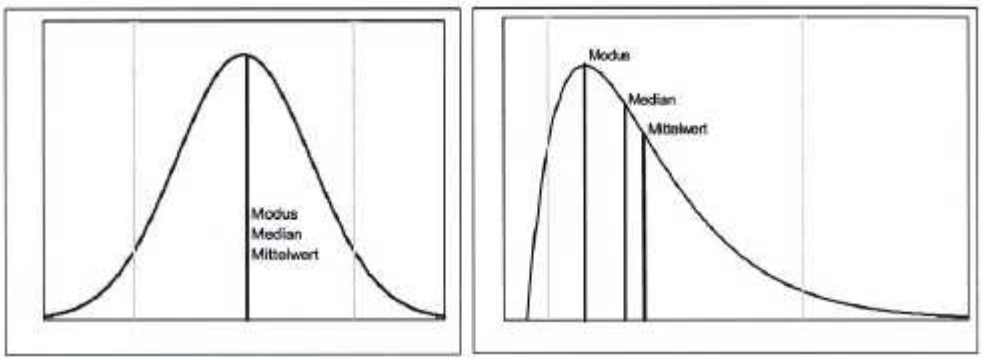

Abbildung 12: Normale (gausssche) und rechtsschiefe Wahrscheinlichkeitsverteilung[96]

Damit dies möglich ist, muss für alle Komponenten, die für das Ergebnis resp. den Schätzwert wichtig sind und die keine mit Sicherheit fixen Werte sind, ein Wertspektrum mit einer Wahrscheinlichkeitsverteilung bestimmt werden, wobei zwischen einer

[94] Vgl. Ropeter, S. (2002) S. 211 – 224; Gondring, H. (2007) S.87 – 96.
[95] Vgl. Wiedenmann, M. (2007) S. 122 f; Müller, V. (2007) S. 20 f.
[96] Quelle: Wiedenmann, M. (2007) S. 131.

diskreten[97] und einer kontinuierlichen Verteilung differenziert wird. Bei der kontinuierlichen Verteilung wird entweder von einer Normalverteilung, auch Gaussverteilung genannt, oder von einer asymmetrischen Verteilung ausgegangen (vgl. Abbildung 12). Ersteres ist einfacher zu handhaben und letzteres entspricht eher der Realität.

Zur Generierung der kumulativen Wahrscheinlichkeitsverteilung sind die „Monte-Carlo-Simulation“ und die „Latin-Hypercube-Methode“ mögliche Instrumente, bei denen wenige Stichproben zu den einzelnen Variabeln nötig sind. Dabei wird durch Überlagerung verschiedener Wahrscheinlichkeitsverteilungen die Verteilung des Zielwerts errechnet.[98] Als Zielwert kann beispielsweise die Rendite eingesetzt werden. Die „Latin-Hypercube-Methode“ benötigt weniger Stichproben und ist mit weniger Rechenaufwand verbunden, dafür ist die „Monte-Carlo-Simulation“ weiter verbreitet.[99]

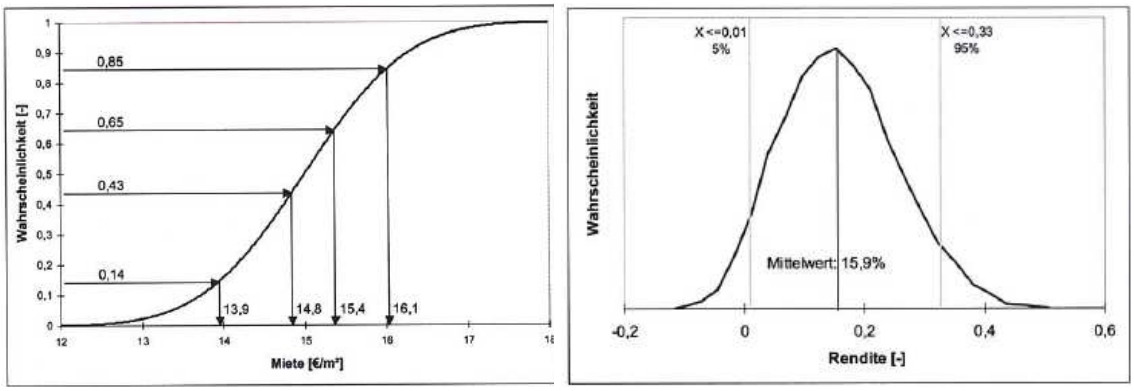

Abbildung 13: Verfahren und Ergebnis mittels der Monte-Carlo-Simulation[100]

Wie aus Abbildung 13 ersichtlich ist, kann nun bei einer bestimmten Stichprobe zwischen Minimum und Maximum (x-Achse) die Aussage gegeben werden, mit welcher Wahrscheinlichkeit dieser Wert überschritten oder unterschritten wird.[101]

Die Vorteile dieser Wahrscheinlichkeitssimulationen sind unverkennbar eine hohe Transparenz, eine gute Vergleich- und Interpretierbarkeit verschiedener Investitionsalternativen und vor allem eine optimale Risikobeurteilung mit Angaben zur Eintrittswahrscheinlichkeit.

Die Nachteile sind, dass diese Simulationen mathematisch komplex und dass Aussagen über die Wahrscheinlichkeiten einzelner Komponenten nötig sind. In der Immobilienbranche ist die Anwendung dieser Methode auf Objektebene selten, wohl auch weil in der Praxis gerne mit Excel-Tabellen gearbeitet wird und diese Methoden in Excel selten angewendet werden.[102]

---

[97] Diskrete Verteilung bedeutet, dass nur eine endliche Anzahl an Werten möglich ist, denen je eine bestimmte Eintrittswahrscheinlichkeit zugeordnet werden kann; vgl. Ropeter, S. (2002) S. 130.
[98] Vgl. Wiedenmann, M. (2004) S. 41.
[99] Vgl. Wofram, R. (2007) S. 74.
[100] Quelle: Wiedenmann, M. (2007) S. 134 f.
[101] Vgl. Ropeter, S. (2002) S. 225 – 244.
[102] Vgl. Wiedenmann, M. (2004) S. 133 – 136.

4.5.5 Due Diligence Real Estate

Der Begriff „Due Diligenece“ (DD) bedeutet in etwa Sorgfaltsprüfung oder Sorgfaltspflicht und gilt als Instrument der Informationsbeschaffung und des Risikomanagements. Die DD Real Estate kann wie folgt definiert werden: „Mehrphasiger, transparenter und dokumentierter Prozess, der sämtliche ökonomisch und technisch relevanten Daten, Fakten und Einflussfaktoren sowie Eigenschaften einer Immobilie in objektiver Sicht und bezogen auf den gesamten Lebenszyklus nach einheitlichen Parametern vollständig prüft, analysiert und bewertet.“[103] Die DD wird vor allem bei Immobilientransaktionen regelmässig angewendet, mit dem Ziel, die Informationsasymmetrie zwischen Verkäufer und Käufer zu beseitigen. Sie soll den Akteuren Sicherheit in ihren Entscheidungen und die Eliminierung von Risiken respektive Evaluation von Chancen geben.[104] Der Wert des Objekts wird dabei aufgrund solider Objektkenntnisse und möglicher Ungereimtheiten überprüft, damit für Verkäufer und Kaufinteressenten eine Basis für die Festlegung der definitiven Konditionen, wie Preis, Umfang, Zeitpunkt etc. gegeben ist und die Transaktion vollzogen werden kann.

Aus Käufersicht sinkt das Risiko, je höher und detaillierter der Informationsstand ist. Dabei muss sich ein Käufer bei den jeweiligen Risiken, die nicht eliminiert werden können, über die Eintrittswahrscheinlichkeit und die mögliche Höhe des Schadens bewusst werden.[105]

Die typischen Inhalte, die in einer DD untersucht, analysiert und interpretiert werden, sind in Abbildung 14 dargestellt:

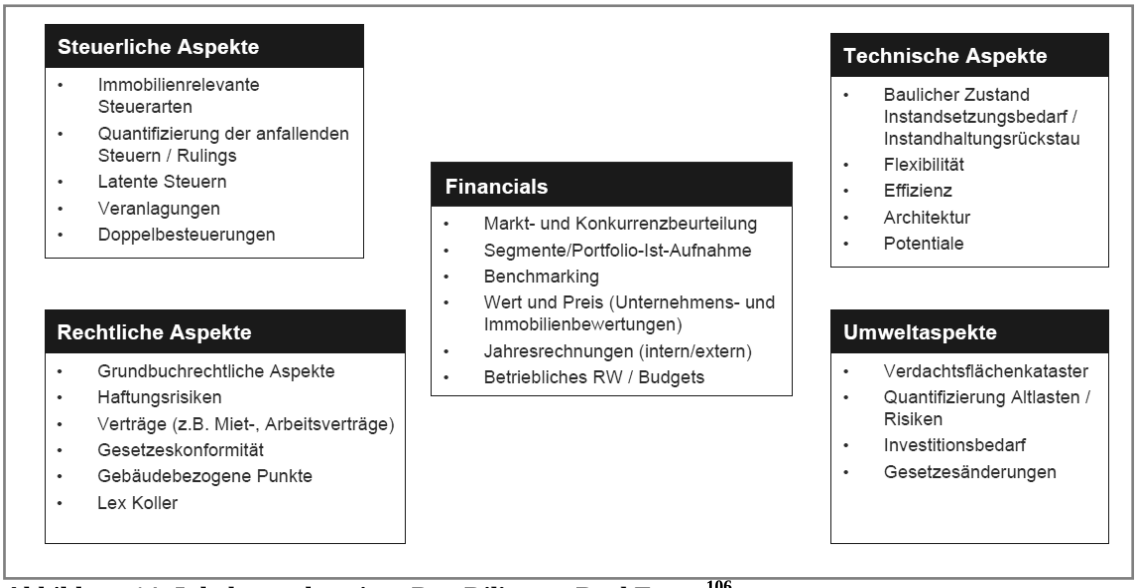

Abbildung 14: Inhaltsaspekte einer Due Diligence Real Estate[106]

[103] Reis, J. (2004) S. 8.
[104] Vgl. Pfister, S. (2008) S. 4.
[105] Vgl. Reis, J. (2004) S. 16 u. 26; Gondring, H. (2007) S. 105; Poorvu, W. (1999) S. 244.
[106] Quelle: Pfister, S. (2008) S. 64.

Die Vorteile einer DD sind, dass der Prozess in der Praxis bekannt ist, oft angewendet wird und dass nach einer Checkliste vorgegangen werden kann, womit die wichtigen Aspekte abgedeckt werden.
Als Nachteil kann bezeichnet werden, dass eine DD Real Estate sehr aufwendig und kostspielig sein kann, Wochen bis Monate dauert und bei nicht erfolgreicher Transaktion in der Regel keine Rückvergütung der Aufwendungen stattfindet.
Mit der Durchführung einer DD werden Chancen und Risiken sehr umfassend analysiert und erkannt. Wenn es darum geht, aus den Erkenntnissen der Risikoanalyse den Einfluss auf die Werthaltigkeit zu quantifizieren, können zusätzliche Tools wie die Sensitivitätsanalyse, die Nutzwertanalyse, ein Scoring- und Ratingmodell, die Wahrscheinlichkeitsberechnung oder weitere verwendet werden.

4.5.6 Markt- und Standortanalyse

Die Markt- und Standortanalyse ist eine weit verbreitete und bewährte Methode, bei der das Marktumfeld und die Lage detailliert und nach verschiedenen Gesichtspunkten durchleuchtet werden.
Bezüglikch Markt werden die wirtschaftliche Position und die Konjunktur bezüglich Branchenzugehörigkeit, Arbeitsplatzentwicklung, Konkurrenzsituation analysiert und soweit es möglich ist, die Konjunkturaussichten prognostiziert.
Beim Standortfaktor werden die Makro- und Mikrolage hinsichtlich verschiedener Kriterien wie natürlichen Gegebenheiten und Qualitäten, Erreichbarkeit, demographischer Entwicklung der Bevölkerung, Zu- und Abwanderung, Emissionen, urbane oder ländliche Faktoren und weiterem untersucht.
Die Markt- und Standortanalyse ist Teil der DD und kommt praktisch bei jeder Immobilientransaktion zur Anwendung.

4.5.7 SWOT- und Nutzwert-Analyse

Die SWOT- und Nutzwertanalyse sind Instrumente, die sich für eine erste Risikobeurteilung eignen. Bei der SWOT-Analyse werden mit interner Sicht die zentralen Stärken und Schwächen sowie mit externer Sicht die potenziellen Chancen und Risiken analysiert. Diese Methode ist sehr bekannt und wird häufig angewendet. Sie wird für Problemstellungen in ganz unterschiedlichen Sparten, wozu auch die Immobilienbranche zählt, angewendet und eignet sich besonders, um in einem „Brainstorming“ zügig zu einem ersten Auswertungsergebnis zu gelangen.
Die Nutzwertanalyse basiert auf einem ähnlichen Kriterienkatalog. Allerdings werden die einzelnen Komponenten detaillierter untersucht und mit einem Zielerreichungsgrad und einer Gewichtung gewertet und damit qualitativ und quantitativ beschrieben.
Bei beiden Methoden können Massnahmen zur Risikoreduktion respektive Chancenevaluation vorgeschlagen werden. Bei der Nutzwertanalyse mit den quantifizierten und

gewichteten Kriterien kann eine erneute Beurteilung unter Einbezug der vorgeschlagenen Massnahmen aufzeigen, wie diese sich auf das Ergebnis auswirken.
Beide Methoden sind sehr praktikabel, einfach verständlich und führen mit relativ wenig Aufwand zu einem wertvollen Ergebnis. Es handelt sich um allgemeine und nicht immobilienspezifische Methoden. Nachteilig ist, dass die komplexen Zusammenhänge verschiedener Faktoren bei Immobilienprojekten kaum berücksichtigt werden können.
So gesehen eignen sich diese Methoden, um im Vorfeld einer detaillierten Risikoanalyse die Vor- und Nachteile einer Investition schnell und frühzeitig zu evaluieren.[107]

4.5.8 Rating- und Scoringmodelle

Ein Rating- oder Scoringmodell ist eine nach einem standardisierten Verfahren systematisch aufbereitete Meinung, die periodisch aktualisiert werden kann. Im Immobilienbereich ist beispielsweise ein Markt- und Objektrating als standardisiertes Verfahren bekannt, um die Qualitäten eines Standorts oder eines Objekts darzustellen. Die Nutzwertanalyse (vgl. Kapitel 4.5.7) ist ein geeignetes Verfahren dazu. Dabei werden wichtige Faktoren nach einer definierten Werteskala bewertet und somit die Qualität verschiedener Standorte oder Objekte vergleichbar gemacht und transparent dargestellt. Mit einem Rating- und Scoringmodell können qualitative Aspekte quantifiziert und damit messbar gemacht werden.[108]
Ein Rating-System hat den Vorteil, dass in Abhängigkeit des Rendite-Risiko-Profils verschiedene Ratingklassen definiert werden können. Am Beispiel von Basel II (vgl. Kapitel 3.5) wird deutlich, wie Banken ihren Risikoaufschlag objektiviert, transparent und nachvollziehbar an diese Ratingklassen binden können. Zur Festlegung von Ratingklassen wird zunächst hinsichtlich des Risikoverhaltens eines Investors zwischen Risikoaversion, Risikoneutralität und Risikovorliebe unterschieden. Bei Risikoaversion wird ein höheres Risiko nur bei noch höherer Renditeerwartung eingegangen und bei Risikovorliebe wird eine höhere Rendite bei überproportional hohem Risiko in Kauf genommen.

4.6 Chancen- und Risikofaktoren bei Immobilien

In diesem Kapitel wird nun das Gesamtrisiko einer Immobilieninvestition in verschiedene Gruppen mit Chancen- und Risikofaktoren gegliedert. Diese Gliederung kann nach verschiedenen Kriterien erfolgen. Eine Gliederung nach dem zeitlichen Verlauf einzelner Projektphasen scheint naheliegend,[109] kann aber infolge zeitlicher Überlagerungen einzelner Faktoren nicht konsequent umgesetzt werden. Deshalb werden die Risikofak-

[107] Vgl. Gondring, H. (2007) S. 140 – 143.
[108] Vgl. Hausmann, U. (2008) S. 10 f.
[109] Vgl. Wiedenmann, M. (2007) S. 51.

toren nach zwei Kriterien zugeteilt, einerseits nach allgemein und zeitlich unbefristeten Faktoren und andererseits nach spezifischen und phasenbezogenen Faktoren.

4.6.1 Markt- und Standortrisiken

Die Markt- und Standortrisiken sind praktisch nicht beeinflussbar und liegen ausserhalb des Entscheidungsspielraums eines Investors.[110] Unabhängig davon ist die Entscheidung einer Unternehmung für einen bestimmten Standort, respektive eine Region, zentral. Dabei spielen harte Faktoren wie die Infrastruktur und weiche Faktoren wie Image, Stabilität, Steuern, Freizeit, Qualität, Bildung etc. eine wichtige Rolle.[111]

Mit Marktrisiken ist das wirtschaftliche Umfeld von Immobilien wie die Konjunktur, die Arbeitsplatzentwicklung, die preisliche Entwicklung von Immobilien und Mieterträgen, die Konkurrenzsituation bezüglich Angebot und Nachfrage, die Entwicklung der Zinsen am Kapitalmarkt, der Wechselkurs von Fremdwährungen oder die Inflation gemeint.

Die Standortrisiken beziehen sich auf die Entwicklung des Makro- und Mikrostandorts. Dabei spielen die Standortqualitäten, die demographische Entwicklung hinsichtlich Bevölkerungswachstum, Alters- und Sozialstruktur, die Erreichbarkeit und Erschliessung per ÖV oder PV sowie Sicherheit von Recht und Politik eine Rolle. Die Standorteigenschaften haben einen Einfluss auf Angebot und Nachfrage von Liegenschaften. Hier wirkt sich Knappheit des vorhandenen und möglichen Flächenangebots verteuernd auf Miet- und Immobilienpreise aus. Die Volatilität ist in Regionen mit ausgewiesener Knappheit grösser als in Gebieten mit genügend Flächenangebot und –reserve.[112]

Aus einer Markt- und Standortanalyse können wichtige Schlüsse gezogen werden und anhand von Indikatoren Aussagen über die zukünftige Entwicklung der Angebots- und Nachfragstruktur gewonnen werden. Eine Analyse ergab, dass die Entwicklung der Wohnbevölkerung und die wirtschaftliche Dynamik die grössten Einflüsse auf die Nutzermärkte haben, gefolgt von den demographischen Veränderungen und Präferenzen einzelner Nachfragersegmente. Bei der Bevölkerung haben die Migrationsströme einen stärkeren Einfluss als die Veränderung der Altersstruktur. Wichtige Indikatoren sind beispielsweise das Bevölkerungswachstum, die Leerstands- und Arbeitslosenquote, sowie die Verfolgung aktueller Trends. Demnach wird die zukünftige Entwicklung vermehrt den urbanen und weniger den ländlichen Regionen zugute kommen. Die Analyse wurde regional differenziert angelegt, um aus den sich daraus ergebenden Chancen und Risiken eine profunde Rendite- und Risikoprognose erstellen zu können.[113]

Das ideale Timing kann je nach Objekt und Investition ein wichtiger Erfolgsfaktor sein. Bei der Vermarktung ist das Timing optimal, wenn dieses auf eine Zeit der Hochkon-

[110] Vgl. Baumeister, A. (2004) S. 9.
[111] Vgl. ECOPLAN et al. (2007) S. 42 f.
[112] Vgl. Hilber, C.; Mayer, C. (2009) S. 76, Kapitel 2.1; Anhang 7.1 Protokoll mit Eckert, J.
[113] Vgl. ECOPLAN et al. (2007) S. 17 – 53.

junktur mit grosser Nachfrage und entsprechend hohen Marktpreisen erfolgt. Dabei resultieren höhere Mieten, was den Gebäudewert steigert. Immobilienhochs und -tiefs werden von der Konjunktur und den Immobilienmärkten geprägt, die wegen der Verhaltensweise der Marktteilnehmer zu Über- und Unterreaktionen führen können.[114]
Bei Auslandinvestitionen sind die Länderrisiken unter Berücksichtigung der politischen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen besonders gut zu analysieren.[115]

4.6.2 Finanzierungsrisiken

Die Finanzierungsrisiken sind je nach Investorkategorie sehr unterschiedlich ausgeprägt. Während bei „Equity-Player“, wie beispielsweise Pensionskassen, die Finanzierung kein Risiko bedeutet, kann dies bei risikofreudigen „High-Leverage-Buyern“ mit hoher Fremdverschuldung existentiell sein und innerhalb der Spanne von einer hohen Eigenkapitalrendite bis zur Insolvenz alles bedeuten. Folglich hat der „Leverage“ als das Verhältnis von EK zu FK einen Einfluss auf das Risiko einer Immobilieninvestition.
Die Finanzierungskosten setzen sich aus der Verzinsung des Eigen- und Fremdkapitals zusammen und kommen im WACC[116], dem gewichteten durchschnittlichen Kapitalkostensatz, zum Ausdruck. Ein Investor hat bestimmte Erwartungen und Ansprüche an die Eigenkapitalverzinsung, während beim Fremdkapitel möglichst gute Bedingungen erwartet werden.
Die Fremdkapitalgeber verlangen vom Kreditnehmer genügend Sicherheiten sowie die Verzinsung und Rückzahlung des Kredits. Grundsätzlich gilt, je höher die Fremdfinanzierung, desto grösser ist die Abhängigkeit von Finanzinstitutionen und entsprechend grösser ist das Risiko. Im positiven Fall bedeutet ein hoher „Leverage“ eine grössere Rendite auf das Eigenkapital und im negativen Fall schwindet die Eigenkapitalrendite, wenn die Fremdkapitalkosten steigen. Fremdkapital kann auf verschiedene Arten beschafft werden. Dabei gilt die Regel, dass die Höhe der Verzinsung in Abhängigkeit des Risikos bestimmt wird, wie dies bei Basel II in Kapitel 3.5 erläutert wurde.
Ein besonderes Risiko kann die Refinanzierung sein. Wenn beispielsweise ein Kreditvertrag ausläuft und die Liegenschaft tiefer bewertet und weniger stark belehnt wird, muss der Investor zusätzliches Eigenkapital aufbringen können.
Die Liquidität betrifft vor allem das „Cash Management“ und setzt eine stete Zahlungsfähigkeit voraus. Beim Ausfall von Mieteinnahmen infolge von Leerstand oder Insolvenz des Mieters kann eine genügende Liquidität plötzlich zum Problem werden.[117]
Bei Auslandinvestitionen kommt das Währungsrisiko hinzu. Eine Währungsabsicherung mittels „Devisenswaps“, „-optionen“ oder „–futures“ ist bedingt möglich, allerdings kaum in Bezug auf die gesamte Wertänderung einer Immobilie.[118]

---

[114] Vgl. Kenzelmann, A. et al. (2007) S. 15.
[115] Vgl. Maier, K. (2004) S. 96.
[116] Vgl. Eckert, J. (2008) S. 61; Pedrazzini, L. / Micheli, F. (2002) S. 203 f.
[117] Vgl. Baumeister, A. (2004) S. 8.

4.6.3 Erwerbsrisiken von unbebauten und bebauten Grundstücken

Der Erwerb einer Parzelle erfolgt zu Beginn eines Gebäudezyklus. Die Erwerbsrisiken umfassen die Risiken, die den Kauf oder die Sicherung eines Objekts betreffen. Wichtig ist, dass eine getroffene Kauf- oder Grundstücksicherungsvereinbarung zwischen zwei Parteien rechtlich abgesichert wird, damit Aufwendungen in die weitere Planung und Entwicklung Sinn machen. Vor einer definitiven Kaufzusage empfiehlt es sich, eine DD (vgl. Kapitel 4.5.5) durchzuführen, die genügend detaillierte Information über das Potenzial gibt und somit eine Wertschätzung zulässt.

Falls unter Konkurrenzdruck eine schnelle Entscheidung nötig ist, kann das Risiko mit Rücktrittsrechten im Kaufvertrag gesenkt werden, sofern dies akzeptiert wird.

Falls grössere Unsicherheiten bei einem Grundstück bezüglich der Nutzbarkeit oder Bebaubarkeit vorhanden sind, sollte dies entweder in einem entsprechend tiefen Grundstückspreis berücksichtigt werden oder mittels Rücktrittsoptionen abgesichert sein.[119]

4.6.4 Entwicklungs- und Baurisiken

Die Entwicklungs- und Baurisiken beginnen bei der ersten projektbezogenen Auseinandersetzung mit einem Grundstück und dauern bis zur Inbetriebnahme des gebauten Gebäudes. Dabei kann es ein Neubau, Umbau oder eine Kombination davon sein.

Diese Phase ist für einen Investor sehr intensiv und hat hohe Anforderungen an das Management. Viele Entscheide sind fällig und das Projekt muss von Beginn weg richtig gesteuert werden. Die Einflussmöglichkeit und der Entscheidungsspielraum sind am Anfang maximal gross und werden mit fortschreitendem Projekt immer kleiner.[120] Wichtig ist, dass ein Projekt stets mit starkem Fokus auf die darauf folgende Nutzungsphase entwickelt wird (vgl. Kapitel 4.6.5). In dieser Phase ist mit einer guten und kreativen Idee ein grosses Wertsteigerungspotenzial, aber auch die Gefahr einer Fehlentwicklung vorhanden. Die Kunst ist es, unter Berücksichtigung der Risikobereitschaft und Zieldefinition eines Investors das vorhandene Potenzial optimal auszunutzen.

Die Zieldefinition, der Beizug von geeigneten Spezialisten und Planern sowie vollständige Projektvorgaben und die Festlegung der Nutzung sind weitere wichtige Elemente. Mit der Erlangung der Baureife ist ein Meilenstein erreicht, worauf das Risiko deutlich sinkt.[121] Ein Investor gibt den Baukredit erst dann frei, wenn seine im Vorfeld definierten Auflagen bezüglich Vorvermietungsstand, Kosten-, Qualitäts- und Terminsicherheit und weitere Aspekte erfüllt sind. Die Bauphase kann zu einem grossen Teil mittels Verträgen und Versicherungen geschützt werden, wobei ein professionelles Management viel zur Reduktion der Realisierungsrisiken beitragen kann.

---

[118] Vgl. Maier, K. (2004) S. 94 – 97 u. 119.
[119] Vgl. Wiedenmann, M. (2007) S. 64 f.
[120] Vgl. KUB et al. (2009) S. 392.
[121] Vgl. Kenzelmann, A. et al. (2007) S.31.

Bei der Übergabe eines fertig erstellten Bauwerks an die Nutzer ist es wichtig, dass alle nötigen Abnahmen und Tests sowie behördliche Genehmigungen sorgfältig erfolgen und eine Mängelliste mit Terminierung der Mängelbehebung vereinbart wird.

4.6.5 Nutzungs- und Ertragsrisiken

Die Nutzungs- und Ertragsrisiken fallen auf die Nutzungsphase einer Liegenschaft, welche bei Renditeobjekten in der Regel mehrere Jahrzehnte bis gar Jahrhunderte dauern kann. In dieser Phase wird die Rentabilität anhand der Einnahmen und Ausgaben generiert und es zeigt sich, wie gut sich ein Projekt in der Praxis bewährt. Die Einflussmöglichkeiten sind zwar kleiner wie in der Entwicklungsphase, doch ist eine gute Steuerung mit Langzeitsicht für eine nachhaltige und gute Rendite äusserst wichtig. Mit motiviertem und gutem Personal soll das Image der Liegenschaft intakt gehalten werden.

Auf der Einnahmeseite sind Sicherheit und Höhe der Erträge entscheidend. Auf der Ausgabeseite gilt es die Betriebs-, Unterhalts-, Instandhaltungs- und Instandsetzungskosten gut zu managen. Bezüglich Baumängel und Schäden wird es sich erweisen, wie gut die Qualität des Bauwerks wirklich ist.[122] Die Betriebs- und Unterhaltskosten lassen sich zwar grösstenteils auf den Mieter überwälzen, doch sollen auch diese Ausgaben möglichst tief sein, da für den Mieter die gesamten Liegenschaftskosten relevant sind und hohe Nebenkosten nachteilig bezüglich der Zahlungsbereitschaft der Mieter sind.

Bei der Instandhaltung ist die Problematik die, dass die verschiedenen Elemente eines Bauwerks unterschiedlich schnell altern. Wenn Sanierungsarbeiten zu früh statt finden, wurde die Lebensdauer eines Elements nicht ausgeschöpft und wenn diese zu spät erfolgt, können Schäden angrenzender Bauteile entstehen. Die Kunst besteht darin, zur richtigen Zeit die richtigen baulichen Massnahmen einzuleiten und dabei auch zwischen kleinen Unterhaltsarbeiten und Totalsanierungen das richtige Mass zu finden.

Die Instandhaltungs- und Umstrukturierungskosten werden im CAPEX ausgedrückt (vgl. Kapitel 3.2). Dabei ist zu achten, dass nicht durch Verschiebung von Aufwendungen eine Beschönigung der Werthaltigkeit erfolgt.[123]

Das Marketing und die Nutzer- respektive Kundenorientierung sind wichtige Bestandteile für eine optimale Ertragslage. Die zunehmende Individualisierung der Gesellschaft erfordert eine zielgruppenspezifische Vermarktung und Kommunikation mit dem entsprechend darauf ausgerichteten Produkt. Das Marketing kann nach den Leitlinien der vier P's (Product, Pricing, Promotion und Placement) erfolgen.[124] Ziel ist es die vermietbaren Flächen zu Marktkonditionen oder besser vermieten zu können und möglichst wenig Leerstände auszuweisen. Während der Lebensdauer einer Liegenschaft werden sich die Standards, Trends und Kundenbedürfnisse stets ändern. Eine ausrei-

[122] Vgl. Pedrazzini, L. / Micheli, F. (2002) S. 34 u. 37.
[123] Vgl. Gerlach, H. et al. (1988) S. 115 u. 124.
[124] Vgl. ECOPLAN et al. (2007) S. 25.

chende Flexibilität ist Basis, um das Gebäude mit subtilen oder grösseren Eingriffen in Schwung halten und damit die Baute stets den Nutzerbedürfnissen anpassen zu können. Allerdings kann ein Gebäude nicht beliebig flexibel sein, sonst steigen die Erstellungskosten ins unermessliche.
Betreffend Sicherheit der Erträge ist eine vorzeitige Prüfung der Nutzer respektive Mieter hinsichtlich Bonität und weiteren Sicherheiten empfehlenswert. Die Zahlungsbereitschaft und –fähigkeit sind wichtige Indikatoren.[125] Diese lassen anhand von historischen Mittelwerten Rückschlüsse auf die statistische Ausfallwahrscheinlichkeit der Einnahmen zu.[126]

4.6.6 Verwertungsrisiken

Die Verwertungsrisiken erfolgen jeweils am Ende einer Haltedauer. Je nach Investortyp kann der „Exit“ aus einer Immobilieninvestition nach abgeschlossener Projektentwicklung, während der Nutzungsphase oder ganz am Ende der Lebensdauer eines Gebäudes erfolgen, wenn eine komplette Umnutzung oder der Rückbau ansteht. Dies kommt ganz auf den Investortypen drauf an, ob dieser eine Langzeithaltestrategie oder eine Projektentwicklung mit möglichst grosser Wertänderungsrendite beabsichtigt.
Die Wiederverkäuflichkeit einer Liegenschaft hängt auch von der Vermietbarkeit, Flexibilität alternativer Nutzungsmöglichkeiten und Anpassungsfähigkeit der Baute bezüglich geänderten Nutzerbedürfnissen und Trends ab.[127] Beim Verkauf ist eines der Ziele, einen guten Preis zu erhalten. Die Wertschöpfung ist inflationsbereinigt zu beurteilen.
Beim Verkauf spielen das Timing bezüglich Konjunkturlage wie auch die Konkurrenzsituation bezüglich Angebot und Nachfrage eine entscheidende Rolle. Je kürzer eine Immobilie von einem Investor gehalten wird, desto grösser ist der Einfluss der Wertänderung in der Gesamtbilanz einer Immobilie. Dabei gilt es die hohen Transaktionskosten und Grundstückgewinnsteuern im Vergleich zu anderen „Assets“ zu berücksichtigen.

4.7 Fazit zur Risikokomponente bei Immobilieninvestitionen

Risikomanagement bedeutet die gezielte Steuerung von Chancen und Risiken zur Optimierung der Rentabilität. Beim Steuerungsprozess werden Risiken zuerst identifiziert, gemessen, bewertet und dann mit geeigneten Massnahmen gesteuert und kontrolliert. Dazu ist es nötig, dass die Risiken quantifiziert werden können, damit diese mess- und vergleichbar sind. Als geeignete Tools haben sich in der Praxis die DD für eine umfassende Identifikation, die Sensitivitätsanalyse zur Bewertung und Beurteilung sowie die Nutzwertanalyse, Rating- und Scoringmodelle zur Messung von qualitativen Faktoren

[125] Vgl. ECOPLAN (2007) S. 25.
[126] Vgl. Pedrazzini, L. / Micheli, F. (2002) S. 201 f.
[127] Vgl. Maier, K. (2004) S. 61.

bewährt. Die SWOT-Analyse eignet sich für eine erste Risikobeurteilung. Die Risikowertung mit Wahrscheinlichkeitsbetrachtung bringt zwar gute Ergebnisse, wird aber infolge des hohen Rechnungsaufwands und –verständnisses gemieden.
Das gesamte Risiko kann in einzelne Risikofaktoren gegliedert werden, ohne dass dabei, Redundanzen vorkommen, die das Bild verzerren. Dies vereinfacht das Risikomanagement, weil das weite und komplexe Feld der Risikobetrachtung in einzelne übersichtliche Gruppen unterteilt wird und anhand einer Checkliste vorgegangen werden kann.
Diese Risikofaktoren werden in der Folge detailliert betrachtet, um wichtige Aspekte hervorzuheben. Es darf nicht vergessen werden, dass die Risikoanalyse objektabhängig variiert. Es ist nicht Ziel, alle Risiken zu eliminieren, sondern diese aufzuzeigen und in die Entscheide miteinzubeziehen. So heisst es doch: „Es kommt nicht darauf an, die Zukunft vorherzusagen, sondern auf die Zukunft vorbereitet zu sein.“[128]

[128] Ropeter, S. (2008) S. 306.

5 Marktforschung

5.1 Vorgehen

Nachdem in den Kapiteln 3 und 4 die Grundlagen der Werthaltigkeit und Risikobetrachtung behandelt wurden, folgt nun das Statement aus der Praxis der Schweizer Immobilienszene. Damit soll die Brücke zwischen Theorie und Praxis geschlagen werden.
Dabei wurden sieben Interviews anhand eines zweiteiligen Fragebogens mit 17 Fragen geführt.[129] Folgende Experten aus den drei Bereichen Investorenmarkt, Projektentwicklung und Immobilienberatung wurden interviewt:

Bereich Investorenmarkt:

- Richard Hunziker, CEO, Pensimo Management AG, Zürich
- Claudio Rudolf, Director Real Estate Asset Management, Credit Suisse, Zürich
- Stefan Schädle, Leiter Real Estate Management, BVK Personalvorsorge des Kantons Zürich, Zürich

Bereich Projektentwicklung:

- Klauspeter Nüesch, Geschäftsinhaber, Nüesch Development AG, St.Gallen
- Peter Jaeggi, Leiter Projektentwicklung, Karl Steiner AG, Zürich

Bereich Immobilienberatung:

- Marco Feusi, Partner, Wüest & Partner, Zürich
- Kurt Ritz, Partner, Corporate Finance Real Estate, PWC AG, Zürich

Nach den Interviews haben die Interviewpartner die Gewichtung von Risikofaktoren anhand einer Tabelle mit sechs Haupt- und 47 Unterrisikofaktoren vorgenommen (vgl. Anhang 7.2). Die Gliederung der Hauptrisiken[130] ist analog zu Kapitel 4.6:

- Markt- und Standortrisiken
- Finanzierungsrisiken
- Erwerbsrisiken von Grundstück und Gebäude
- Entwicklungs- und Baurisiken
- Nutzungs- und Ertragsrisiken
- Verwertungsrisiken

Bei der Auswertung der Interviews und der Tabelle mit den Risikofaktoren muss berücksichtigt werden, dass die Experten die Antworten aus ihrer spezifischen Sicht gegeben haben, die je nach deren Funktion als Projektentwickler, Investor oder Immobilienberater sehr unterschiedlich sein kann. Ziel war es, die Thematik von verschiedenen Standpunkten aus zu durchleuchten.
Aus diesem Grund weist die Gewichtung der einzelnen Faktoren eine grosse Bandbreite an Eingabegrössen aus. Die einzelnen Werte dürfen deshalb nicht überbewertet werden,

[129] Vgl. Anhang 7.1, Protokolle.
[130] Ursprünglich waren es sieben Hauptrisikofaktoren. In der Auswertung wurden die Projektentwicklungs- und die Baurisiken zu einem Hauptfaktor vereinigt, weshalb es jetzt noch sechs sind.

aber eine Tendenz lässt sich ableiten, welches die einflussreichen, werttreibenden und wichtigen Risikofaktoren sind.
Die Gewichtung der Hauptfaktoren wurde von allen sieben Interviewpartnern ausgefüllt, während diejenige der Unterfaktoren nur von vier Interviewpartnern vorgenommen wurden. Von einer Seite kam die Kritik, dass es zu viele Unterfaktoren seien.

5.2 Auszug aus den Interviews

Es folgt nun ein Auszug[131] der interessanten und für diese Thesis relevanten Aussagen aus den Interviews (vgl. Protokolle im Anhang 7.1.) Die Antworten sind sinngemäss und nicht wörtlich wiedergegeben und wurden jeweils der richtigen Frage zugeordnet.
Zu jeder Antwort wurde in Klammer erwähnt, wie viele Interviewpartner inhaltlich dieselbe Aussage gegeben haben. Daraus kann folgender Schluss gezogen werden:

(4x) - (7x) Dieselbe Antwort von der Mehrheit der Experten - die Aussage kann als in der Immobilienszene allgemein anerkannt angenommen werden.
(3x) Dieselbe Antwort von drei Experten - die Aussage gilt als fundiert.
(2x) Dieselbe Antwort von zwei Experten - die Aussage ist berechtigt.
(1x) Individuelle und interessante Antwort, die es zu interpretieren gilt.

Teil I: Fragen zum Interviewpartner und seinem Unternehmen

Frage 1: Was ist der Anreiz für eine Immobilieninvestition?

Antwort 1.1: (6x) Mit Immobilien kann ein gutes Risiko-Renditeprofil erreicht werden. Speziell in der Schweiz, die als konservativ und dafür sehr sicher gilt, kann mit Immobilien auf der Basis einer nachhaltigen und langfristigen „Core-Anlage“ mit relativ sicherem Ertrag Werthaltigkeit kombiniert mit Wertschöpfung über die Zeit generiert werden.

Antwort 1.2: (5x) Immobilieninvestitionen als Kapitalanlage sind eine gute Alternative zu anderen Assets wie Aktien oder Obligationen.

Antwort 1.3: (1x) Auf Grund der jüngsten Ereignisse bezüglich der Finanz- und Wirtschaftskrise hat es sich gezeigt, dass Immobilien anders korellieren wie Aktien.

Antwort 1.4: (1x) Bei Immobilieninvestitionen kann der Investor aktiv am Geschehen teilnehmen und den Erfolg beeinflussen.

Antwort 1.5: (1x) Mit guten und kreativen Ideen besteht bei Projektentwicklungen ein im Verhältnis zum Risiko grosses Wertschöpfungspotenzial.

Frage 2: In was für Immobilien und an welchen Standorten wird investiert?

Antwort 2.1: (3x) Investitionen im Geschäftsflächenbereich finden vermehrt in Wirtschaftszentren statt. (1x) Wenn dies nicht möglich ist, gilt die Regel, lieber im Zentrum von peripheren Kleinstädten als in der Peripherie von Zentren.

[131] Die Frage 3 ist nur in den Protokollen in Anhang 7.1 ersichtlich, weil diese unbedeutend ist.

(6x) Im Bereich Wohnen wird vor allem in Agglomerationen von Zentren und in Zentren selber investiert. Die Nähe zu Arbeitsplätzen ist ein wichtiges Kriterium.

(1x) Spezialgebiete wie der Medizinal- oder Wellnessbereich, die Logistik, Industrie oder Shoppingcenter weisen ein hohes Wertschöpfungspotenzial aus und werden individuell und spezifisch analysiert und beurteilt.

Antwort 2.2: (3x) Bei Auslandinvestitionen ist es wichtig, dass ein guter und zuverlässiger Partner vorhanden ist, der sich lokal im Markt auskennt. (1x) Häufig werden eigene Mitarbeiter zur Unterstützung dorthin gesendet.

Antwort 2.3: (1x) Standorte, die möglichst hoch erschlossen sind, eine gute Infrastruktur ausweisen und wo mit wenig Aufwand mit dem Ort kommuniziert werden kann, weisen ein hohes Wertschöpfungspotenzial aus.

Antwort 2.4: (1x) Die Zentren in der Schweiz weisen nicht mehr viel Landreserve aus, also muss ausgewichen werden. Der Kanton Aargau hat beispielsweise noch Reserve, wobei es noch unsicher ist, wie sich dieser Orte entwickeln wird.

Frage 4: Welche Investitionsstile resp. welche Risikoprofile kommen in Frage? Gibt es Richtlinien oder Vorschriften?

Antwort 4.1: (4x) Am häufigsten sind „Core-Investitionen“ mit einer Nettorendite um die ca. 5%. Dies trifft vor allem bei institutionellen Endinvestoren zu, die in der Regel dann einsteigen, wenn die Baureife vorhanden ist, die Investitionskosten vertraglich gesichert sind und je nach Nutzung schon ein wesentlicher Teil vermietet ist.

Antwort 4.2: (4x) Bei Investitionen in höhere Risikokategorien wie „Value added“ oder „Opportunistic“, was typisch bei Projektentwicklungen der Fall ist, wird darauf geachtet, dass das Risiko eingeschränkt wird. (2x) Dies erfolgt in der Regel mittels einer Limitierung der maximalen Ausgaben, die je nach Phase unterschiedlich hoch ist. Beispielsweise wird das Grundstück selten gekauft, bevor die Baufreigabe vorhanden ist.

Antwort 4.3: (3x) Die Tätigkeit findet für alle Investitionsstile statt.

Antwort 4.4: (1x) Bei riskanten Projektentwicklungen wird zu Beginn auch „Seedmoney“[132] als Startkapital eingesetzt, bis ein Investor einsteigt. Je nach Höhe der Ausfallwahrscheinlichkeit ändert sich die Verzinsung von Schritt zu Schritt und gleichzeitig mit dem Projektfortschritt steigt die Sicherheit, dass das Projekt zur Realisierung kommt. Wichtig ist, am Anfang, wo die Verzinsung teilweise zwischen 50 und 100% ist, die Ausgaben möglichst stark zu limitieren.

Antwort 4.5: (1x) Bei der Finanzierung von Immobilien gibt es unterschiedlich riskante Möglichkeiten. Eine riskantere Art ist die „Securitisierung“.

Antwort 4.6: (1x) Es gibt diverse Richtlinien. Bei einer Anlagestiftung gelten die Richtlinien des BSV, bei einem offen gehandelten Fonds diejenigen des KAG und bei börsenkotierten Unternehmungen gelten die Vorschriften gemäss EBK.

Frage 5: Welche Art von Immobilieninvestitionen sind bevorzugt?

Antwort 5.1: (6x) Es werden nur direkte Investitionen in Immobilien getätigt, (1x) unter anderem weil dort der Einfluss des Managements zum tragen kommt.

[132] Mit „Seedmoney“ ist besonders risikoreiches Investitionskapital gemeint.

Antwort 5.2: (1x) Es können auch direkte Investitionen von Objekten für indirekte Gefässe sein, wo das Management für das ganze Gefäss zuständig ist.

Antwort 5.3: (1x) Wenn ein Fonds gegründet wird, kann dieser zuerst geschlossen sein, später je nach Entscheid des Managements sich öffnen und an der Börse gehandelt werden, wie es beispielsweise beim Fonds „Green Property“ der CS der Fall war.

Teil II: Fragen zu Chancen, Risiken und Bewertung von Immobilien

Frage 6a: Was sind Chancen bei Immobilieninvestitionen?

Antwort 6a.1: (4x) Immobilien sind zur Diversifikation und als Stabilisator innerhalb einer Anlage mit unterschiedlichen Assets sehr geeignet, können Marktschwankungen abfedern und weisen einen relativ stabilen Ertrag aus.

Antwort 6a.2: (2x) Chance und Risiko zugleich ist es, mit der richtigen Idee viel Wert zu schöpfen und besser als der Markt zu sein.

Antwort 6a.3: (2x) Mit der Einflussnahme bei der Konzeption eines Projekts wird es sich im Erfolg zeigen, wie gut die Marktbedürfnisse antizipiert wurden.

Antwort 6a.4: (2x) Die Chance liegt dort, wo in Zukunft eine überdurchschnittliche Zahlungsbereitschaft vorhanden ist.

Antwort 6a.5: (1x) Generell gilt, wo Chancen vorhanden sind, da sind auch Risiken vorhanden. Es gibt die beiden Kategorien „beeinflussbare“ und „nicht beeinflussbare“ Chancen/Risiken.

Antwort 6a.6: (1x) Bei Immobilien handelt es sich in allen Bereichen um inflationsgeschützte Investitionen. Voraussetzung ist, dass die Verträge richtig abgeschlossen werden und das geltende Recht durchgesetzt wird.

Antwort 6a.7: (1x) Bei erfolgreicher Projektentwicklung besteht ein hohes Wertsteigerungspotenzial zwischen der Erlangung der Baureife und drei bis fünf Jahre nach Inbetriebnahme, sofern sich die Anlage im Markt etabliert, die Ertragslage stabilisiert und das Risiko kleiner eingestuft wird. Der Marktwert wird in dieser Zeit stark zulegen, da der Ertrag zunimmt und die Renditeforderung infolge des geringer werdenden Risikos abnimmt.

Antwort 6a.8: (1x) Je später der Zeitpunkt der „Demodierung“[133] erfolgt, desto mehr Ertrag kann auf der Initialinvestition abgeschöpft werden. Die Chance besteht darin, ein Projekt so zu entwickeln, dass dieses ohne grössere Veränderungen möglichst lange genutzt werden kann.

Antwort 6a.9: (1x) Die Migration hat direkten Einfluss auf die demographische Veränderung. An Orten mit Zuwanderung wirkt sich dies positiv auf die Immobilienpreisentwicklung aus.

Antwort 6a.10: (1x) Die Chance, günstig zu bauen, darf nicht überbewertet werden, insofern die Baukosten stark von den Rohstoffpreisen und der Auslastung der Unternehmer abhängig sind und diese Faktoren nicht beeinflussbar sind.

Antwort 6a.11: (1x) Die Versicherbarkeit von Immobilieninvestitionen ist sehr gut. Die Gebäude sind gegen Elementarschäden versichert und der Landwert ist unzerstörbar.

[133] Mit „Demodierung“ ist Totalsanierung oder Abbruch und Erneuerung gemeint (vgl. Protokoll Nüesch, K. in Anhang 7.1).

Antwort 6a.12: (1x) Die Ausrichtung auf niedrige Einkommensschichten mit stagnierenden Haushaltseinkommen spricht eine breite Bevölkerungsschicht an und ist eine Chance für entsprechend ausgerichtet Wohnformen, was sich „afortable housing“ nennt.

Frage 6b: Was sind Risiken bei Immobilieninvestitionen?

Antwort 6b.1: (4x) Marktrisiken, die Zinsentwicklung am Kapitalmarkt, strukturelle Risiken, der Gang der Ökonomie, die Arbeitsplatzsicherheit und deren Auswirkungen auf die Real- und Immobilienwirtschaft sind kaum abschätzbar.

Antwort 6b.2: (2x) Es besteht das Risiko einer Fehlinvestition an der falschen Lage, die falsche Nutzung, das falsche Gebäudekonzept, zum falschen Zeitpunkt, die am Markt vorbei Verlust generiert.

Antwort 6b.3: (1x) Nicht absehbare Gesetzesänderungen können einen starken Einfluss auf die Bebaubarkeit haben.

Antwort 6b.4: (1x) Bei einer Projektentwicklung nimmt das Risiko mit der Zeitdauer zu. Je länger diese dauert, desto grösser und unberechenbarer sind die Risiken.

Antwort 6b.5: (1x) Die Chance eines „Upgradings“ oder das Risiko eines „Downgradings“ der Makro- und/oder Mikrolage ist praktisch nicht prognostizierbar.

Antwort 6b.6: (1x) Die Hauptrisiken sind auf der Ertragsseite, wo nicht beeinflussbare und schwierig prognostizierbare Faktoren ausschlaggebend sind. Die Ausgabeseite kann besser kontrolliert werden, wobei auch dort Fehler vorkommen, die vermeidbar wären.

Antwort 6b.7: (1x) Bei Bürogebäude an B- und C-Lagen sind hohe Risiken in der Wiedervermietbarkeit vorhanden.

Antwort 6b.8: (1x) Den Unterhalts-, Bewirtschaftungs- und Instandsetzungskosten, die sich teilweise im CAPEX (vgl. Kapitel 3.2) widerspiegeln, wird oft zu wenig Bedeutung geschenkt.

Antwort 6b.9: (1x) Auslandinvestitionen sind häufig riskanter und in volatileren Märkten wie in der Schweiz. Zudem ist besondere Vorsicht in nicht heimischen Märkten geboten, wo der Heimvorteil und die lokalen Kenntnisse bei der Konkurrenz sind.

Antwort 6b.10: (1x) Die Handelbarkeit ist je nach Timing und Marktsegment eingeschränkt.

Antwort 6b.11: (1x) Eines der grössten Risiken ist, ob gebaut werden kann. Deshalb muss analysiert werden, wie sicher die Erlangung einer rechtskräftigen Baufreigabe ist.

Frage 7: Wie findet die Risikobeurteilung bei einer Immobilieninvestition statt?

Antwort 7.1: (5x) Bei institutionellen Investoren werden teilweise eigene Prozesse und Checklisten eingeführt. (2x) Die Risikobeurteilung findet phasen- und objektspezifisch statt. In der Projektentwicklung gelten allgemein höhere Anforderungen an das Management wie in der Nutzungsphase.

Antwort 7.2: (4x) Die Qualität der Nutzer wird in der Regel hinsichtlich der Bonität, der Ausfallwahrscheinlichkeit und generell der Sicherheit der Erträge durchleuchtet.

Antwort 7.3: (3x) Die Szenariendarstellung (vgl. Kapitel 4.5.2) ist ein häufig verwendetes Instrument. Dabei werden die drei Szenarien „Best Case“, „Worst Case“ und „Real

Case“ ermittelt. (1x) Das „Null-Szenario“ gibt Auskunft, unter welchen Voraussetzungen gerade noch kein Verlust eintritt. Dabei wird die Zahlungsbereitschaft für ein Grundstück so ermittelt, dass auch im schlechten Fall kein Verlust resultiert.

Antwort 7.4: (3x) Häufig werden externe Spezialisten zur Projektbeurteilung beauftragt, die wichtige Faktoren analysieren und somit eine „second opinion“ abgeben.

Antwort 7.5: (2x) Bei einer Transaktion wird typischerweise eine Due Diligence über alle Bereiche durchgeführt. (4x) Die Marktanalyse, Bewertung und Prüfung wichtiger Kennwerte (Mieterträge, Baukosten, Betriebskosten, Leerstandsquote, etc.) sind u.a. Bestandteil davon.

Antwort 7.6: (2x) Immobilienobjekte werden nach den drei Beurteilungsebenen Makrolage, Mikrolage und Objekt analysiert. (1x) Mit einem Ratingmodell werden verschiedene Kriterien bewertet und gescort, worauf Rückschlüsse über das vorhandene Potenzial geschlossen werden können. Beim Objekt soll eine Aussage über Zustand, Standard, Nutzbarkeit, Investitions- und Unterhaltsbedarf erfolgen.

Antwort 7.7: (2x) Immer wichtiger wird die Vertragsanalyse hinsichtlich Laufzeiten, Nutzerqualität, Indexierung, Break-up-Optionen, etc.

Antwort 7.8: (1x) Die Sensitivitätsanalyse untersucht die Sensitivität verschiedener Parameter. Somit können wie bei der Szenariendarstellung Varianten dargestellt werden.

Frage 8: Wie findet Risikomanagement in den verschiedenen Phasen statt?

Antwort 8.1: (6x) Generell soll das Risikomanagement phasengerecht und auf das spezifische Objekt ausgerichtet sein. Beim Erwerb eines Objekts findet eine detaillierte Risikoanalyse statt.

Antwort 8.2: (3x) In der Nutzungsphase ist Risikomanagement operative Aufgabe des Portfoliomanagers, dabei werden ausgabeseitig die Betriebs- und Instandhaltungskosten sowie ertragsseitig die Ertragssituation im Marktvergleich untersucht. (1x) Die Früherkennung von Risiken ist wichtig, um frühzeitig geeignete Massnahmen einzuleiten.

Antwort 8.3: (3x) In der Projektentwicklung gelten höhere Anforderungen an das Risikomanagement. Dabei wird kapitalmässig soviel wie nötig und so wenig wie möglich in die Entwicklung investiert. Nach jedem Schritt besteht eine Exitmöglichkeit, so dass Risiko und maximaler Verlust kontrolliert werden können. Je weiter ein Projekt fortschreitet, desto niedriger ist die Ausfallwahrscheinlichkeit.

Antwort 8.4: (1x) Ein gutes Risikomanagement ist so strukturiert, dass der Prozess laufend an die neusten Erkenntnisse angepasst werden kann und somit auch aus vergangenen Fehlern die richtigen Lehren und Massnahmen gezogen werden können.

Frage 9: Welche Bewertungsmethoden werden am häufigsten angewendet?

Antwort 9.1: (3x) Die ideale Bewertungsmethode wird auf das Objekt abgestimmt.

Antwort 9.2: (3x) Bei einigen Firmen wird die Bewertung in der Regel dynamisch mit der DCF-Methode vorgenommen. (1x) Auch der Landwert einer nicht überbauten Parzelle oder der Wert einer Spezialimmobilie kann so abgebildet werden.

Antwort 9.3: (2x) Die Beurteilung der Rendite wird häufig auch in Bezug auf den IRR (vgl. Kapitel 3.3.6) untersucht.

Antwort 9.4: (1x) Die hedonische Bewertungsmethode eignet sich vorwiegend bei standardisierten Immobilien, wo viele Vergleichsobjekte vorhanden sind.

Antwort 9.5: (1x) Die Bewertung von Immobilien ist keine exakte Wissenschaft, wo es ein richtig und ein falsch gibt und bleibt Mittel zum Zweck.

Frage 10: Wie wird das Risiko in den Bewertungsmethoden integriert?

Antwort 10.1: (6x) Die Risiken sollen soweit wie möglich im Cashflow abgebildet werden. Alle Ausgaben und Erträge wie Investitionskosten, die Betriebskosten, Erträge inklusive der zu erwartenden Leerstände und Ausfälle sollen eingerechnet werden.

Antwort 10.2: (5x) Im Diskontfaktor können Risiken berücksichtigt werden, die schwer quantifizierbar sind, wo die Eintrittswahrscheinlichkeit nicht abgeschätzt werden kann und wo das Risiko nicht im Cashflow abgebildet werden kann. (1x) Der Risikozuschlag im Diskontfaktor liegt in der Regel im Prozentbereich, kann aber auch höher sein.

Antwort 10.3: (3x) Grössere Risiken werden wo möglich mit einer Exitmöglichkeit begrenzt. Beispielsweise wird ein Grundstück mittels einer Landreservation gesichert und erst dann gekauft, wenn die Baufreigabe absehbar ist oder das Grundstück wird nur mit einem Risikoabschlag erworben, wenn die Reservation nicht möglich ist.

Antwort 10.4: (2x) Grundsätzlich gilt, je höher das Risiko, desto höher die Rendite. (1x) In der Projektentwicklung reduziert sich das Risiko von Phase zu Phase und entsprechend sinkt der Renditeanspruch des eingesetzten Kapitals. In der ersten Phase mit einer Ausfallwahrscheinlichkeit von über 50% muss die Rendite deutlich über 50% sein.

Antwort 10.5: (1x) Die Inflation muss in die Berechnungen und in die Bewertung einfliessen. Die Wertsteigerung und Erträge sollen inflationsbereinigt dargestellt werden.

Antwort 10.6: (1x) Die Festlegung des Diskontfaktors erfolgt bei Wüest & Partner[134] auf der Basis von erfolgten Transaktionen und Erfahrungswerten. Der Diskontfaktor widerspiegelt im Grunde den Lagefaktor und die Objektqualität.

Antwort 10.7: (1x) Geschäftsliegenschaften sind schwieriger zu bewerten als Wohnliegenschaften, da die Volatilität und das Risiko Geschäftsliegenschaften in der Regel grösser sind. Von Bürogebäuden sind nur ca. 500 Transaktionsdaten von rund 2'500 Transaktionen pro Jahr bekannt, was eine präzise Voraussage erschwert.

Frage 11: Wie gut können Chancen und Risiken zum voraus abgeschätzt werden?

Antwort 11.1: (3x) Bei „Core-Objekten“ können die Risiken gut abgeschätzt werden, da dort in der Regel die grössten Risiken bereits abgewendet wurden, wie die Erlangung der Baureife, die Sicherheit der Investitionskosten und Teile der Vermietung.

Antwort 11.2: (1x) Grössere Abweichungen zwischen der Bewertung und dem Verkaufspreis sind normalerweise dann vorhanden, wenn mit dem Objekt etwas nicht stimmt (hoher Leerstand / Altlasten / Gebäudezustand / …).

Antwort 11.3: (1x) Die Eintrittswahrscheinlichkeit einzelner Parametern wird praktisch immer falsch geschätzt. Heikle Bewertungen sind mit Vorsicht zu geniessen, da die Bewerter dazu tendieren, auf der sicheren Seite zu sein und sich nicht outen wollen.

[134] Die Firma Wüest & Partner aus Zürich ist in der Schweiz Marktleader in der Immobilienbewertung.

Antwort 11.4: (1x) Die richtige Einschätzung von Chancen und Risiken hängt stark von der Qualität des Entwicklers oder Bewerters ab.

Antwort 11.5: (1x) Je grösser ein Objekt ist, desto besser kann dieses bewertet werden, weil vorwiegend institutionelle Investoren vorhanden sind und diese berechenbarer sind wie Privatpersonen mit Partikularinteressen und einer anderen Zahlungsbereitschaft.

Antwort 11.6: (1x) Die Genauigkeit der Bewertungen in der Schweiz ist vergleichbar mit derer in Europa. Zwei Drittel aller Bewertungen sind innerhalb von +/- 10%.

Frage 12: Was sind besondere Erfolgsfaktoren bei Immobilieninvestitionen?

Antwort 12.1: (4x) Eine sorgfältige Prüfung im Vorfeld einer Transaktion ist zentral.

Antwort 12.2: (4x) Lage und Standort sollen dort gewählt werden, wo es in Zukunft prosperierend sein wird, wo eine hohe Zahlungskraft vorhanden sein wird, wo eine hohe Mobilität gegeben ist, eine gute Infrastruktur vorhanden ist und mit der richtigen Nutzung zur richtigen Zeit Mehrwert generiert werden kann.

Antwort 12.3: (3x) Sich an die gewählte und definierte Anlagestrategie halten, Objekte neu erwerben, die ins Portfolio passen und Objekte abstossen, die nicht passen.

Antwort 12.4: (2x) Auf genügend Flexibilität der Gebäudestruktur achten, die verschiedene Nutzungsarten zulassen.

Antwort 12.5: (2x) Gute Verträge abschliessen und mit grosser Sorgfalt die Auswahl von guten Mietern vornehmen.

Antwort 12.6: (1x) In einen Markt einsteigen, wo die Konkurrenz dünn ist.

Antwort 12.7: (1x) Stets handlungsbereit und genügend liquide sein, um bei einem Angebot schnell zusagen zu können.

Antwort 12.8: (1x) Keine Preisexzesse mitmachen, wenn der Markt überhitzt ist, besser zuwarten.

Antwort 12.9: (1x) „Multitenantlösungen“[135] sind besser wie „Singletenantlösungen“.[136]

Antwort 12.10: (1x) Gebäude, die auch in schlechten Zeiten eine gute Handelbarkeit ausweisen.

Antwort 12.11: (1x) Mit professionellem Engagement in lokalem Kontext überdurchschnittlich gut sein.

Antwort 12.12: (1x) Sich in den Nutzer hineindenken können, die Schwächen der Menschen zu begreifen und von diesem Wissen zu profitieren.

Antwort 12.13: (1x) Ein gutes Management mit Kompetenz kann entscheidend sein.

Frage 13: Was sind Zukunftstrends, die den Erfolg von Immobilieninvestitionen positiv und nachhaltig beeinflussen?

Antwort 13.1: (4x) Die umfassende Nachhaltigkeit bezogen auf die Aspekte der Ökonomie, Ökologie und Gesellschaft gewinnt an Bedeutung. (1x) Die Wahl der richtigen Lage ist Voraussetzung, um diese Aspekte erfüllen zu können.

---

[135] Mulitenant meint Lösungen mit mehreren Mietern für ein Gebäude.
[136] Singletenant meint Lösungen mit nur einem einzigen Mieter für ein Gebäude / Liegenschaftskomplex.

Antwort 13.2: (4x) Das Thema Energie ist aktuell brisant. (1x) Die 2'000 Watt-Gesellschaft wird angestrebt und (3x) fossile Brennstoffe werden vor allem bei Neubauten gemieden. (2x) Die Zukunft wird sein, dass Gebäude in sich energieneutral sind, wenn der technologische Fortschritt genügend weit sein wird.

Antwort 13.3: (4x) Die Mobilität und gute Verkehrsanschliessung gewinnen an Bedeutung. Kurze Wege und schnelle Verbindungen werden gefragter sein. (1x) Die Zukunft liegt bei einer weiteren Verdichtung von bereits heute hoch erschlossenen Knoten.

Antwort 13.4: (2x) Es wird immer wichtiger, die Immobilie richtig und gut im Markt zu positionieren und das richtige Zielklientel anzuvisieren. (1x) Wo es die Immobilie zulässt, soll Zusatzwert generiert werden, um sich vom Durchschnitt abzuheben (z.B. Kinderkrippe in sehr grossen Überbauungen).

Antwort 13.5: (2x) Der technologische Fortschritt wird an Geschwindigkeit zunehmen (vgl. Fenstertechnologie). (1x) Der Privatverkehr wird sich ändern, wenn der Schritt weg von den fossilen Brennstoffen überwunden ist.

Antwort 13.6: (1x) Der Einfluss von Games (Cyber Space) verändert die Verhaltensmuster der Menschen, die Auswirkungen können heute nur erahnt werden. Das Weltbild ändert sich immerfort – es wird wieder eine neue Generation von Gebäuden kommen.

Antwort 13.7: (1x) Auf der Kostenausgabeseite sind die Investitions- und die Betriebskosten korrekt abzubilden. Die Lebensdauer von Gebäuden wird in Zukunft rückläufig sein und entsprechend müssen die Initialkosten zurückgehen.

Antwort 13.8: (1x) Wohnen mit Service hat sowohl für Betagte wie auch für städtische Menschen Zukunft.

Frage 14: Wie entscheidend ist das richtige Timing einer Immobilieninvestition?

Antwort 14.1: (4x) Das Timing ist wichtig, wenn man in volatile, riskante, schnellebige und/oder aufsteigende Märkte respektive Objekte investiert. (1x) Beispielsweise sind Investitionen in London heute 50 – 70% günstiger wie vor einem Jahr, weil der Markt in London eingebrochen ist und zugleich die britische Währung gegenüber dem Schweizer Franken an Wert eingebüsst hat.

Antwort 14.2: (2x) Das Timing ist bei „Core-Objekten“ mit einer „Buy-and-Hold-Strategie“ weniger wichtig, weil die Initialkosten bezogen auf die gesamte Lebensdauer und alle damit verbundenen Ausgaben nur ein kleiner Bruchteil des Ganzen darstellt.

Antwort 14.3: (1x) Das Timing kann eine Chance sein, beispielsweise für Investoren mit genügend Liquidität wenn der Markt illiquide ist.

Antwort 14.4: (1x) Das optimale Timing kann bei Projektentwicklungen, die über 2-5 Jahre dauern, nicht prognostiziert werden; dies ist sogar bei Aktien äusserst problematisch, die jederzeit gehandelt werden können.

Antwort 14.5: (1x) Die Wirtschaftszyklen wiederholen sich. Unklar ist immer, wann der Wechsel vom Tief zum Hoch und umgekehrt stattfindet. Die Immobilienwirtschaft ist gegenüber der Realwirtschaft immer ein bis zwei Jahre verzögert; dieses Wissen soll auch ausgenützt werden.

Antwort 14.6: (1x) Für Investoren mit spekulativer Absicht und kurzer Haltedauer fragt es sich, ob der Immobilienmarkt dazu in Anbetracht der hohen Transaktionskosten und schlechten Handelbarkeit geeignet ist.

Antwort 14.7: (1x) Das Timing ist bei Trends sehr wichtig, um nicht zu spät sein.

Antwort 14.8: (1x) Wenn wichtige Veränderungen bevorstehen, ist das Timing der Früherkennung sehr wichtig, wie beispielsweise bei einer Aufhebung von Lex Koller.

Frage 15: Wie wichtig ist für Sie das Management bei Immobilieninvestitionen?

Antwort 15.1: (5x) Ein sehr wichtiges Gut ist kompetentes und hochwertiges Personal sowie eine gute Strukturierung des Managements. (2x) Es ist eine Herausforderung, gutes und passendes Personal zu finden.

Antwort 15.2: (4x) Das Management gewinnt an Bedeutung, je komplexer und spezifischer die Aufgabe ist und je mehr wichtige Entscheidungen anstehen. In der Projektentwicklung sind Kompetenz und der Beizug der richtigen Spezialisten zum richtigen Zeitpunkt zentral.

Antwort 15.3: (3x) Bei sicheren, fertig gestellten „Core-Objekten“, bei denen keine grossen und wichtigen Entscheidungen anstehen, ist das Management weniger wichtig.

Antwort 15.4: (3x) Die richtige Idee und Bewirtschaftungsintelligenz bedingen ein gutes Management und auch eine gute Struktur. Damit kann Mehrwert generiert werden.

Antwort 15.5: (2x) Kenntnisse des Markts, Erfahrung und ein gutes Netzwerk sind wichtige Faktoren bei der Vermarktung.

Antwort 15.6: (1x) Das Management ist zwar wichtig, aber andere Faktoren wie die richtige Lage, das richtige Objekt mit einer geeigneten Nutzung können wichtiger sein.

Frage 16: Wie entscheidend ist der Endnutzer hinsichtlich Erfolg?

Antwort 16.1: (5x) Der Endnutzer ist letztendlich der Schlüssel zum Erfolg; deshalb ist es entscheidend, dass am Anfang eines Projekts die Positionierung im Markt erfolgt und die richtigen Zielgruppen anvisiert werden.

Antwort 16.2: (4x) Die richtige Positionierung am Markt ist ein zentraler Aspekt. (1x) Dort, wo die Konkurrenz hoch ist, ist es umso wichtiger, dass für den Endnutzer das richtige und optimale Produkt entsteht. (2x) Dies ist beispielsweise im Kommerzbereich der Fall, wo ein Verdrängungswettbewerb statt findet.

Antwort 16.3: (1x) Bei Bürobauten, Shoppingcenters, Eigentumswohnungen oder Spezialbauten müssen die Endnutzer einen bestimmten Anteil der Flächen bereits im Vorfeld vertraglich zugesichert haben, damit die Finanzierung freigegeben wird.

Antwort 16.4: (1x) In Krisenzeiten wird der Endnutzer hinsichtlich Bonität, Ausfallswahrscheinlichkeit etc. genauer untersucht, bevor ein Vertrag unterzeichnet wird.

Antwort 16.5: (1x) Der Projektentwickler eines Shoppingcenters muss sich über mehrere Stufen hinweg mit den Nutzern auseinandersetzen und den Betreiber, die Ladenmieter, die Verkäufer und auch die Kunden in die Überlegungen einbeziehen.

Antwort 16.6: (1x) Es ist schwierig und eine wertvolle Gabe, sich richtig in die Endnutzer der Zukunft hineindenken zu können.

Antwort 16.8: (1x) Die Schwierigkeit besteht darin, die Nutzerbedürfnisse richtig abzuschätzen. Nutzerbefragungen und Marktinformationen sind mögliche Marktforschungstools, was aktuell im Trend ist, was bewegt und wo eine hohe Nachfrage vorhanden ist.

Frage 17: Was hat die Finanzkrise an den Finanzierungsmöglichkeiten geändert?

Antwort 17.1: (5x) Die „High-Leverage-Buyer“ mit einem Fremdkapitalanteil von teilweise über 90% sind weg vom Markt. (4x) Es ist die Zeit der „Equityplayer“ mit hohem EK. (2x) Eine Chance entsteht, wenn unter Zwang verkauft werden muss.

Antwort 17.2: (4x) Die Finanzinstitutionen sind restriktiver, auch gegenüber Schweizerkunden, es werden weniger Hypotheken vergeben und riskantere Projekte werden weniger hoch belehnt.

Antwort 17.3: (1x) Bei konservativen Immobilieninvestitionen im „Core-Bereich“ hat sich an der Finanzierungsbereitschaft der Banken nicht viel geändert.

Antwort 17.4: (1x) Es ist das Wesen bei Finanzinstitutionen, dass zyklische Schwankungen auftreten. Die Banken fördern das zyklische Verhalten der Finanzmärkte, weil sie in überhitzten Märkten viel Geld geben und in der Krise wenig.

Antwort 17.5: (1x) Die Risiken im Retail- und Kommerzbereich sind gestiegen, da Einbrüche vorhanden sind und ein Verdrängungswettbewerb stattfindet

Antwort 17.6: (1x) Zurzeit ist wenig Liquidität vorhanden.

5.3 Gewichtung der Chancen- und Risikofaktoren

Es folgt nun die Auswertung der Gewichtung der Risikofaktoren (vgl. Kapitel 5.1 und Anhang 7.2). Die gewichteten Risikofaktoren werden in einem Balkendiagramm dargestellt. Die Balkenlänge entspricht dem Gewicht (in %), wobei sich das Gewicht immer auf’s Ganze respektive auf 100% bezieht. Die Balken entsprechen dem arithmetischen Mittel aller Dateneingänge der Interviewpartner. Die Spanne zwischen dem kleinsten und grössten Eingabewert wurde jeweils mit der schwarzen Linie angegeben, die an beiden Enden einen senkrechten Querstrich als Abschluss hat.

5.3.1 Gewichtung der Hauptfaktoren

Aus Abbildung 15 wird ersichtlich, dass die drei Faktoren Entwicklungs- und Baurisiken (blau), Markt- und Standortrisiken (rot) sowie Nutzungs- und Ertragsrisiken (orange) deutlich mehr Bedeutung haben, wie die übrigen Faktoren. Die Entwicklungs- und Baurisiken haben mit einem Anteil von 28.9% das grösste Gewicht erhalten. Hier kann sehr viel Mehrwert geschöpft, aber auch Wert vernichtet werden. Es liegt in hohem Masse in den Händen des Managements und Projektentwicklers, mit Kreativität und Professionalität das richtige Produkt zu erzeugen. Die Markt- und Standortrisiken haben mit 23.6% den zweitgrössten Anteil. Dies sind hauptsächlich nicht beeinflussbare Faktoren, die zwar bis zu einem gewissen Grad auf der Basis von Indikatoren prognostiziert werden können, aber trotzdem eine grosse Unsicherheit bergen. Die Nutzungs- und Ertragsrisiken, die mit 20.1% Anteil ebenfalls wichtig sind, weisen beeinflussbare und nicht beeinflussbare Elemente auf. In der Nutzungsphase wird sich anhand der langjährigen Durchschnittsrendite und Objekteigenschaften zeigen, wie gut die Projektentwicklung und wie flexibel das Gebäude ist.

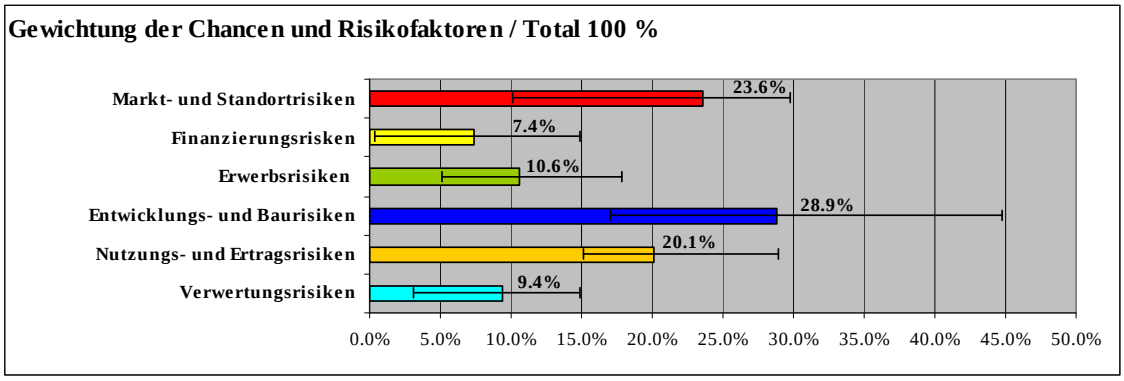

Abbildung 15: Chancen- und Risikofaktoren, Gegenüberstellung der Hauptrisiken

Die übrigen drei Faktoren Finanzierungsrisiken (gelb), Erwerbsrisiken (grün) und Verwertungsrisiken (türkis) erhalten mit einem Anteil von 7 – 11% eine geringere Bedeutung. Trotzdem können fallweise auch diese Faktoren eine wichtige Rolle einnehmen.

5.3.2 Markt- und Standortrisiken

Bei den kaum beeinflussbaren Markt- und Standortrisiken haben gemäss Abbildung 16 der Lagefaktor, die Immobilienpreisentwicklung, die Konkurrenzsituation und die Konjunktur eine grössere Bedeutung erhalten, als die demographische Entwicklung und die Länderfaktoren. Ein kleineres Gewicht haben die Inflation und die Zinsen erhalten.
Gerade bei den Markt- und Standortfaktoren können die Unterfaktoren je nach Situation und Objekt sehr bedeutend werden, wie beispielsweise die Zinsentwicklung bei der Immobilienkrise der 90er Jahren in der Schweiz, als diese in noch nie dagewesene Höhen schnellten und viele Investoren Mühe hatten, die Kapitalkosten zu begleichen.

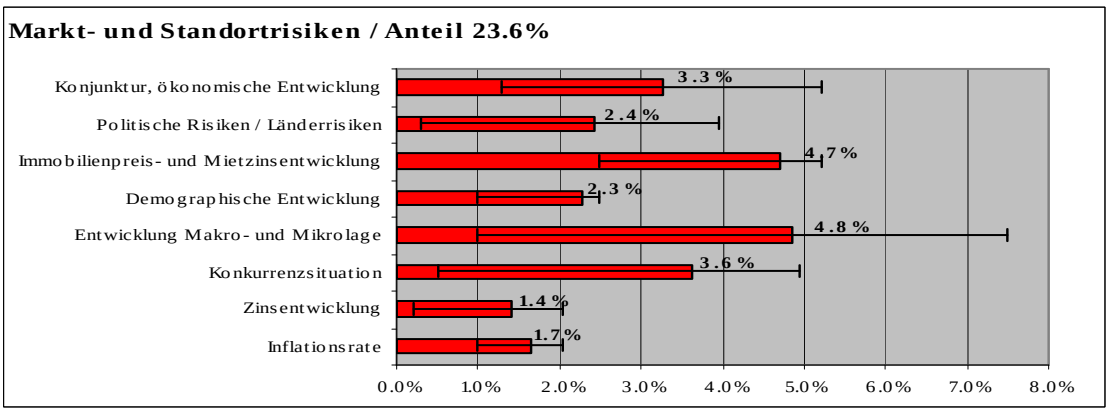

Abbildung 16: Gegenüberstellung der Markt- und Standortrisikofaktoren

5.3.3 Finanzierungsrisiken

Die Finanzierungsrisiken haben mit 7.4% die geringste Bedeutung zugesprochen bekommen, was wohl auch damit zu tun hat, dass in der Schweiz „Equity-Player“[137] einen höheren Marktanteil haben als Investoren mit einer grossen Fremdkapitalverschuldung.

[137] Equity-Player sind Investoren mit viel Eigenkapital und mit wenig bis gar keinem Fremdkapital.

Mit Finanzrisiken sind die Unsicherheiten gemeint, die bei der Finanzierung, der Refinanzierung, der Bezahlung der Zinsen und der Liquidität generell auftreten können.

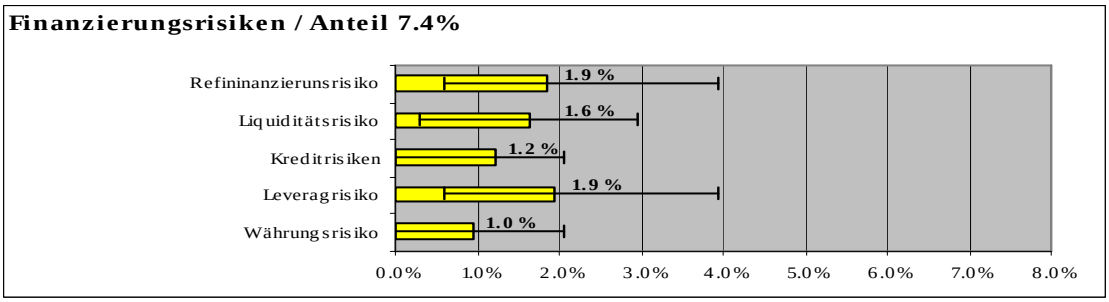

Abbildung 17: Durchschnittswerte der Gewichtung der Finanzierungsrisikofaktoren

Dabei haben gemäss Abbildung 17 die drei Faktoren Leverage, Refinanzierung und Liquidität ein höheres Gewicht als die übrigen beiden Faktoren Kredit- und Währungsrisiko. Letzteres kommt nur bei ausländischen Immobilieninvestitionen vor, wo es aber bei grösseren Währungsveränderungen bedeutend werden kann.

5.3.4 Erwerbsrisiko Grundstück und Gebäude

Das Erwerbsrisiko von überbauten oder nicht überbauten Grundstücken hat mit 10.6% Anteil ebenfalls eine eher kleine Bedeutung erhalten. Die Risiken sind eben bei einer Transaktion mittels DD gut abschätzbar und es bleiben wenig Unsicherheiten übrig.

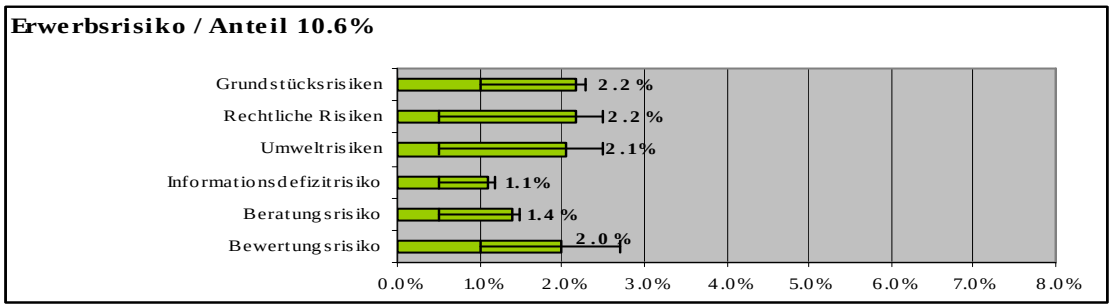

Abbildung 18: Durchschnittswert der Gewichtung der Erwerbsrisikofaktoren

Wie Abbildung 18 zeigt, haben die Faktoren Grundstücksrisiken, rechtliche Risiken, Umwelt- und Bewertungsrisiken eine ähnliche Gewichtung erhalten, während die Beratungs- und Informationsdefizitrisiken mit weniger Gewicht bewertet wurden.

5.3.5 Entwicklungs- und Baurisiken

Die mit der grössten Bedeutung bewerteten Projektentwicklungs- und Baurisikofaktoren beeinflussen den Grad des Erfolgs in hohem Masse. Dabei hat das Management respektive der Projektentwickler die Aufgabe, mit Kreativität und Professionalität die optimale Konzeption zu entwickeln und die vielen Aspekte, darunter auch die Wirtschaftlichkeit, unter ein Dach zu bringen, damit ein erfolgreiches und markttaugliches Produkt entsteht. Die Entscheidungsfindung, Aufbereitung der relevanten Projektvorgaben und der rechtzeitige Beizug von Spezialisten sind wichtige Aufgaben des Managements.

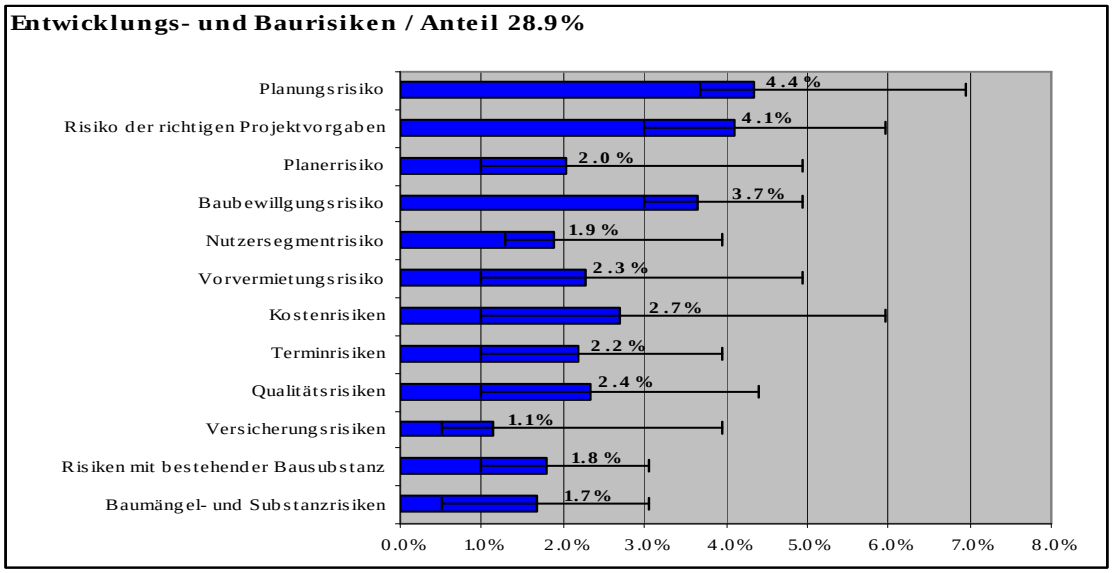

Abbildung 19: Durchschnittswerte der Gewichtung der Entwicklungsrisikofaktoren

Abbildung 19 zeigt, dass die Risikofaktoren Planung und Projektvorgaben die grösste Bedeutung erhalten haben, weil daraus letztendlich das Projekt entsteht. Danach folgt das Baubewilligungsrisiko, das infolge Einsprachen oder unerfüllbaren Auflagen eine stete Unsicherheit birgt. Weitere Risikofaktoren wie Planerauswahl, Nutzersegment, Vorvermietung, Kosten, Termin, Qualität, bestehende Bausubstanz und Baumängel sind im Mittelfeld und auch bedeutend. Der Faktor Versicherungen hat am wenigsten Gewicht erhalten, wohl weil die Schweiz tendenziell überversichert ist.

5.3.6 Nutzungs- und Ertragsrisiken

Die ebenfalls bedeutenden Nutzungs- und Ertragsrisikofaktoren, die oft die längste Zeitperiode ausmachen, können die Rendite positiv beeinflussen, indem mit einer aufmerksamen Betreuung die Einnahmen stets optimiert und die Ausgaben tief gehalten werden.

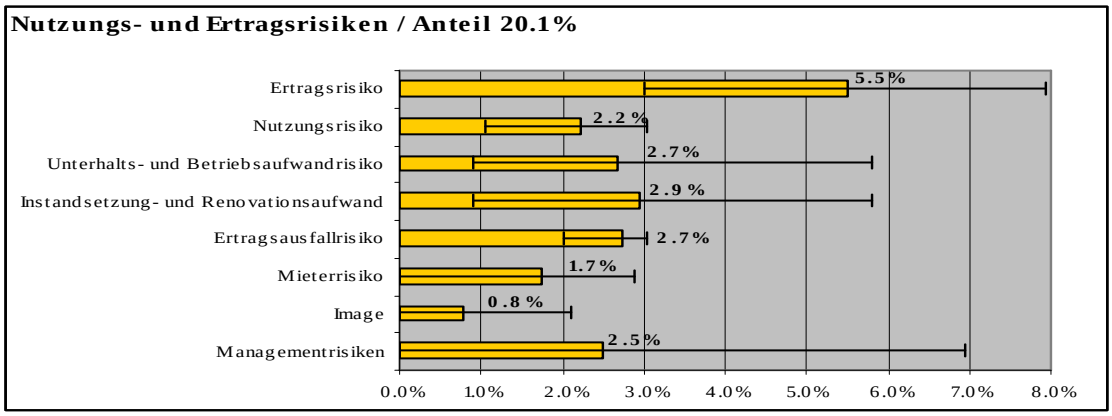

Abbildung 20: Durchschnittswerte der Nutzungs- und Ertragsrisikofaktoren

Wie in Abbildung 20 ersichtlich ist, weist das Ertragsrisiko deutlich das grösste Gewicht aus. Die Einnahmen sind schliesslich auch der Motor eines Investments. Weitere

Faktoren wie Nutzung, verschiedene Ausgaben, Ertragsausfall und Management sind nicht unbedeutend. Der Faktor Image wurde mit dem kleinsten Gewicht bewertet, obwohl auch dieser je nach Objekt einen grossen Einfluss im Positiven wie auch Negativen ausüben kann. Interessant ist beim Faktor Management die grosse Spanne bei den Bewertungen zwischen 0 – 7%. Je nach Sichtweise und Objekt kommt dem Management eine wichtige Rolle zu, wenn es darum geht, den Prozess gut zu steuern.

5.3.7 Verwertungsrisiken

Als letzte Hauptrisikogruppe folgen die Verwertungsrisiken mit einem eher bescheidenen Anteil von 9.4%. Dies hat damit zu tun, dass bei Renditeobjekten häufig von einer Haltestrategie ausgegangen wird und der „Exit“ nur eine nebensächliche Rolle einnimmt. Bedeutend wichtiger ist dieser Faktor bei Projektentwicklungen mit dem Ziel, nach der Entwicklung das Objekt mit einem möglichst hohen Gewinn zu veräussern.

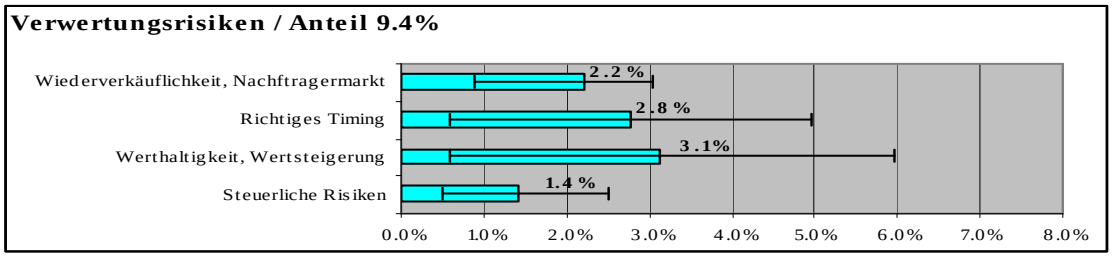

Abbildung 21: Durchschnittswerte der Gewichtung der Verwertungsrisikofaktoren

Die Abbildung 21 verdeutlicht, dass die Faktoren Wertsteigerung und richtiges Timing ein grösseres Gewicht erhalten haben, die Wiederverkäuflichkeit im Mittelfeld steht und die steuerlichen Risiken am wenigsten Bedeutung ausweisen.

5.4 Anwendung der Risikoanalyse bei Praxisbeispielen

Es wird nun anhand von zwei Praxisbeispielen dargelegt, wie mit einer Risikoanalyse erste Erkenntnisse über Stärken und Schwächen gewonnen werden können und wie sich das Chancen-Risiko-Profil mit geeigneten Massnahmen optimieren lässt. Die Risikoanalyse erfolgte anhand der Checkliste aus Kapitel 6.3. Die beiden Objekte werden nicht kritisiert oder gewertet, sie dienen ausschliesslich zur Illustration, wie Risikoanalyse angewendet werden und zum Erfolg führen kann. Es soll nicht das Ergebnis der Objekte, sondern die Anwendung und Auswirkung von Risikomanagement interpretiert werden. Dieses müsste eigentlich vor und nicht nach Fertigstellung einer Baute erfolgen.

5.4.1 Mystery-Park, Interlaken

In Interlaken wurde auf Initiative von Erich von Däniken der Mystery-Park realisiert und am 24. Mai 2003 eröffnet. Die Geschichte[138] dieses Parks ist nur sehr kurz, da der

[138] Quelle: http://de.wikipedia.org/wiki/Mystery_Park

Park bereits nach zweieinhalb Jahren Betrieb infolge einer starken Überschuldung im November 2006 geschlossen und ein Insolvenzverfahren eröffnet wurde. Die Besuchermassen waren mit durchschnittlich rund 200'000 Personen pro Jahr viel weniger, als es in der Projektentwicklung mit ca. einer halben Million pro Jahr einkalkuliert wurde.

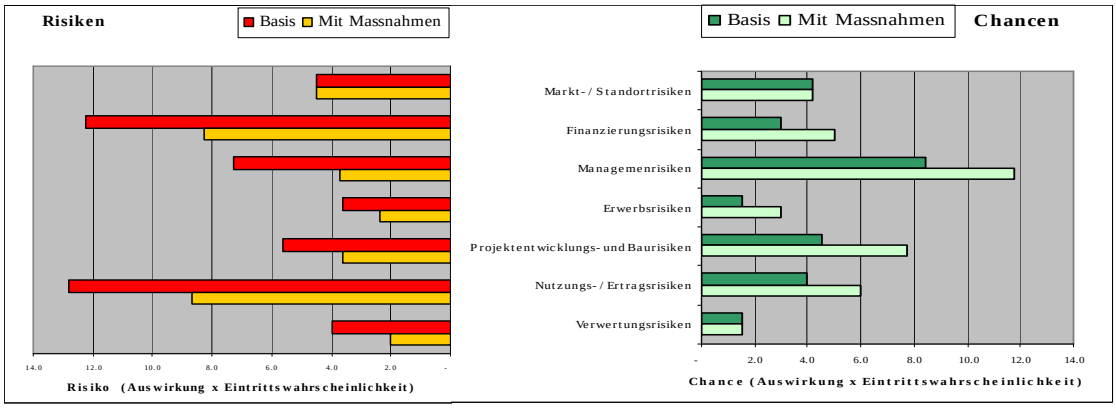

Abbildung 22: Risikodiagramm Mysterpark mit Chancen und Risiken

Wie aus dem Chancen-Risikodiagramm in Abbildung 22 (vgl. Anhang 7.3) ersichtlich ist, haben auf der Risikoseite die beiden Faktoren Finanzierung sowie Nutzung und Ertrag den grössten Ausschlag. Dies lässt sich damit begründen, dass die Erträge infolge der Besuchermassen zu gering waren und das Angebots- und Nutzungskonzept nicht mit der Nachfrage übereinstimmte. Hohe Unterhalts- und Betriebskosten gefährden den Gewinn und setzen eine sichere Einnahmequelle voraus, um eine positive Bilanz zu gewährleisten.

Auf der anderen Seite sind die Managementrisiken und die Projektentwicklungs- und Baurisiken die grösste Chance, weil mit einem guten Management Fehler möglichst vermieden werden können und bei der Realisierung ein auf die Umstände abgestimmtes Projekt entwickelt werden kann.

5.4.2 Kultur- und Kongresszentrum Luzern

Das Kultur- und Kongresszentrum Luzern (KKL) ist ein multifunktionaler Bau mit einem Konzertsaal, gastronomischen Einrichtungen, einem Museum und diversen weiteren Räumlichkeiten, das vom renommierten französischen Architekten Jean Nouvel entworfen und 1998 eröffnet wurde. Die prominente Lage am See und die hochkarätige Architektur machen das Kulturhaus einmalig.

Das KKL ist für die Stadt Luzern und die ganze Region Zentralschweiz ein aussergewöhnliches Bauwerk von grosser Bedeutung. Davon profitieren auch die Bereiche Tourismus, Kultur und Wirtschaft.

Als negativer Aspekt sind die hohen Erstellungs- und jährlichen Betriebs- und Unterhaltskosten zu sehen, die von der Stadt, den Investoren und der Region getragen werden müssen. Würde man das KKL als Renditeobjekt betreiben, wäre die Rentabilität

schlecht. In Anbetracht aber, dass die volkswirtschaftliche Bedeutung für die Stadt und Region weit grösser ist, als das rein operative Betriebsergebnis, kann das KKL als voller Erfolg und gelungener Kraftakt gesehen werden.[139]

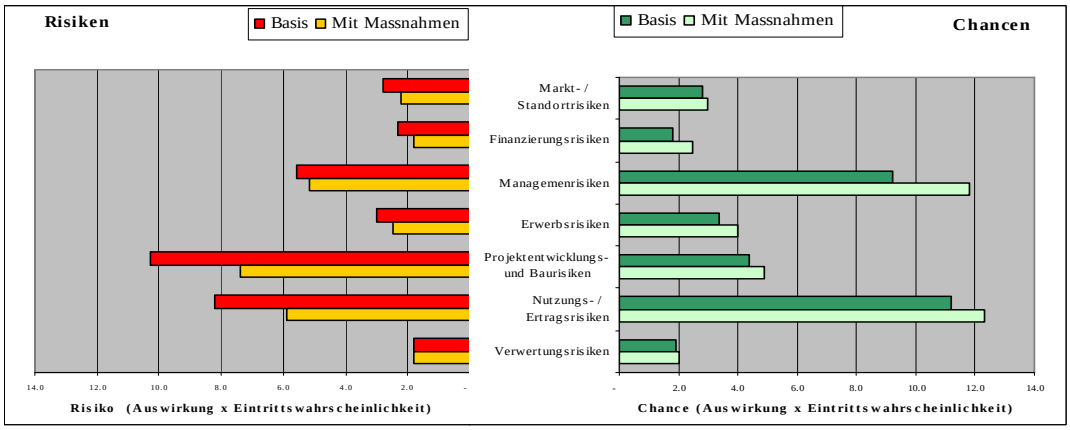

Abbildung 23: Risikodiagramm KKL mit Chancen und Risiken

Auch hier illustriert Abbildung 23 (vgl. Anhang 7.3), dass auf der Risikoseite die Projektentwicklungs- und Baurisiken sowie die Nutzungs- und Ertragsrisiken die grösste Bedeutung erhalten haben. Mit einem guten Management hätten in der Projektierungsphase die Bau- und die später anfallenden Betriebs- und Unterhaltskosten bewusster kalkuliert werden können.

Auf der Chancenseite sind es die beiden Faktoren Management- sowie Nutzungs- und Ertragsrisiken. Ein gutes Management sorgt dafür, dass das Potenzial genutzt und die Risiken soweit dies möglich ist, reduziert werden. Auf der Nutzungs- und Ertragsseite ist es wichtig, alle möglichen Einnahmequellen zu erschliessen.

5.5 Fazit Marktforschung

Die Marktforschung hat gezeigt, dass Risikomanagement im Immobilienbereich ein wichtiges Thema ist und dass in Teilbereichen noch Handlungsbedarf vorliegt. Es wurde klar zum Ausdruck gebracht, dass die Risikobetrachtung sowohl von Person zu Person wie auch von Objekt zu Objekt variiert. Die Interviews haben viele interessante Aspekte ergeben, die im Kapitel 6 näher erläutert werden.

Anhand der Praxisbeispiele konnte veranschaulicht werden, dass Risikomanagement ein wichtiger Teilbereich des Immobilienmanagements ist. Dazu ist es aber wichtig, dass das „Knowhow“ von Risikomanagement in der Baubranche weiter vertieft wird und so die Möglichkeiten dieses Tools auch besser und verständlicher zugänglich werden.

[139] Quelle: http://de.wikipedia.org/wiki/Kultur-_und_Kongresszentrum_Luzern

6 Erkenntnisse

6.1 Wichtige Aspekte ausgewählter Risikofaktoren

Es folgen nun die Schlussfolgerungen und wesentlichen Erkenntnisse, die aus dem Literaturresearch und der Marktforschung gezogen werden konnten. Dabei werden interessante Aspekte zu einzelnen Risikofaktoren erläutert, die zum Erfolg einer Immobilieninvestition beitragen können.

6.1.1 Der Faktor Lage

Die Lage ist bei Immobilieninvestitionen eine zentrale Komponente, die das Wertschöpfungspotenzial zu einem grossen Teil vorgibt. Der Konkurrenzkampf um gute Lagen ist entsprechend gross, was sich auch an dem Entwicklungspotenzial zeigt. Gerade Wirtschaftszentren, die im Vergleich zu einer hohen Nachfrage nur ein beschränktes Angebot ausweisen und somit eine Knappheit an Immobilienbeständen vorliegt, sind sehr volatil, weisen aber ein deutlich grösseres Wertsteigerungspotenzial aus als Lagen mit viel Reserve. Die Knappheit kann natürlichen Ursprungs oder von gesetzlichen und politischen Leitplanken gegeben sein. Wenn bei Investitionen auf die Wertsteigerungskomponente gesetzt wird, besteht eine Gefahr darin, dass einem Trend in überhitzen Märkten gefolgt wird oder gar keine echte Nachfrage vorliegt. Dabei kann es soweit kommen, dass Objekte unter Maklern gehandelt werden, ohne dass echte Interessenten vorhanden sind. Bei riskanten Immobilieninvestitionen müssen auch die Länderrisiken geprüft werden. Vor allem totalitäre Staaten sind mit höheren Risiken behaftet, da politische Eingriffe unerwartet schnell eintreffen können und die Folgen nicht abschätzbar sind.[140]

Für einen Investor besteht die Chance darin, frühzeitig in Standorte zu investieren, deren Wertschöpfungspotenzial noch nicht entdeckt oder ausgereizt ist, mit dem Ziel, dass diese Standorte in naher oder mittlerer Zukunft ein „Upgrading“ erfahren. Dies kann aufgrund einer Analyse mit positiven Indikatoren erkannt werden. Generell ist aber eine Prognose über „Up“- und „Downgradings“ von Standorten schwierig.

Die Kunst besteht darin, Lagen zu entdecken, wo die Konkurrenz dünn ist, weil dort die Preise noch moderat sind. Dazu sind fundierte Kenntnisse des betroffenen Marktumfeldes von grosser Bedeutung. Bei Investitionen in der Ferne sind Kontakte zu Partnern vorort zwingend, weil diese das Umfeld kennen. Die Lagebeurteilung muss unbedingt auf der Makro-, Mikro- und Objektebene erfolgen.

Bei der Lagebeurteilung ist darauf zu achten, dass natürliche Potenziale vorhanden sind und der Ort einen Reiz und eine Ausstrahlung ausweist. Im Büro- und Retailflächenmarkt sind es vor allem urbane Zentren, die zunehmend an Bedeutung gewinnen, während es im Wohnsektor gut gelegene Agglomerationen und die Peripherie von solchen

[140] Vgl. Hilber, C. / Mayer C. (2009) S. 76, Kapitel 2.1; Eckert, J. (2009) Anhang 7.1.

Zentren sind. Die Mobilität gewinnt in unserer Gesellschaft zunehmend an Bedeutung, also haben hoch erschlossene Orte mit einer bereits vorhandenen und guten Infrastruktur, die optimal erreichbar sind und eine hohe Passantenfrequenz ausweisen, eine gute Ausgangslage. Regionen mit Zuwanderung von heimischen oder fremden Personen, die ein Bevölkerungswachstum ausweisen, sind Indikator für eine steigende Nachfrage. Die Wirtschaftskraft und die Entwicklung des Arbeitsplatzangebots sind wichtige Indikatoren. Eine besondere Chance bieten Orte an, wo in Zukunft eine hohe Zahlungsbereitschaft vorhanden sein wird. Immobilieninvestitionen können auf die vorhandene Zahlungsbereitschaft abgestimmt werden, sei es für Firmen und Bevölkerungsschichten mit niedrigen oder hohen Einkommen. Generell gilt, dass die Lage Basis für eine nachhaltige Immobilieninvestition ist, die den ökonomischen, ökologischen und gesellschaftlichen Kriterien gerecht wird.[141]

6.1.2 Die Bedeutung der Planung und Architektur

Bei einer Projektentwicklung ist eine optimale Wahl und Betreuung der Planer ein Mittel zum Erfolg. Ein gutes Gebäude zeichnet sich dadurch aus, dass die Betriebs-, Unterhalts-, Instandhaltungs- und Instandsetzungskosten in der Nutzungsphase verhältnismässig niedrig sind, weil die Gebäudestruktur gut und durchdacht ist. Damit genügt diese stets und ohne grosse Änderungen den Anforderungen der Nutzer. Je weniger Kosten für den jährlichen Aufwand anfallen und je später eine Totalsanierung erfolgt, desto mehr Wert kann aus investiertem Kapital geschöpft werden.

Die Konzeption von Gebäuden ist ein zentrales Element einer erfolgreichen Projektentwicklung. Die Architektur ist ausschlaggebend, dass sich Menschen wohl fühlen, das Gebäude funktioniert und seinen Zweck erfüllt. Damit können die Bedürfnisse der Nutzer erfüllt werden, was die Zahlungsbereitschaft steigert, die grösser ist, je besser die individuellen Bedürfnisse erfüllt werden. Gute Architektur hat hauptsächlich mit einem guten Entwurf und einer optimalen Konzeption und nicht mit hohen Baukosten zu tun.

Die Anforderungen an die Planung steigen stetig. Dies hat mit dem rasanten Fortschritt der Technik, mit der Entwicklung neuer Materialien und nicht zuletzt auch mit dem immer rasanteren Wandel der Gesellschaft zu tun. Diese Schnelllebigkeit zeigt sich auch an den zunehmenden Flexibilitätsanforderungen der Nutzer.

Deshalb ist es wichtig, dass im Vorfeld einer Projektierung eine Zielvereinbarung definiert wird, die festlegt, was ein Gebäude leisten können muss und wie flexibel es hinsichtlich verschiedener Nutzungsmöglichkeiten sein soll. Dabei gilt es primär die Tragstruktur auf diese Anforderungen optimal auszulegen, denn diese kann nur mit hohem Aufwand geändert werden. Im Weiteren gilt es die Fassade, die Gebäudetechnik und den Ausbau so zu planen, dass Änderungen innerhalb der vorgegebenen Bandbreite mit möglichst geringem Aufwand vorgenommen werden können. Ein Gebäude wird nie

[141] Vgl. Kapitel 5.2, Antworten 2.1 / 2.3 / 6a.4 / 6a.9 / 6a.12 / 6b.3 / 6b.9 / 7.6 / 12.2 / 12.5 / 13.1 / 13.3.

allen Nutzungsmöglichkeiten gerecht werden können, deshalb gilt es in Abhängigkeiten der Initialkosten und Ertragsaussichten die Flexibilität richtig auszulegen.
Damit eine Renditeliegenschaft Wert schöpfen kann, muss eine Zahlungsbereitschaft für einen Nutzen vorhanden sein. Der Nutzen einer Immobilie ist umso grösser, je effizienter die Liegenschaft ist. Dabei soll der Anteil an effektiver Nutzfläche im Verhältnis zur übrigen Fläche möglichst hoch sein. So ist es Aufgabe der Planung, ein Gebäude so zu konzipieren, dass eine hohe Effizienz erreicht wird. Dabei dürfen die nicht direkt vermietbaren Flächen für Empfang, sanitäre Einrichtungen, Korridore etc. nicht zu kurz kommen, damit man sich genügend wohl fühlt.
Die Sensibilität für Nachhaltigkeit steigt stetig. Damit werden ökonomische, ökologische und gesellschaftliche Aspekte angesprochen. Der Investor muss entscheiden, in welchem Ausmass Nachhaltigkeit umgesetzt werden kann und für welche Investitionen heute und vor allem in Zukunft eine Zahlungsbereitschaft vorhanden ist. Dabei gibt es auch Nachhaltigkeitsaspekte, die keine zusätzlichen Investitionskosten verursachen, aber eine sorgfältige Planung und Konzeption voraussetzen.
Ein besonders brisantes Thema ist die Frage der Energie. Hierist eine deutliche Tendenz weg von fossilen Energieträgern spürbar. Gebäude werden zwar immer besser isoliert, haben aber immer höhere Ansprüche an das Raumklima, insbesondere an die Kühlung in Hitzeperioden. Das Gebäude der Zukunft soll nicht mehr nur Energie verbrauchen, sondern auch die natürlich vorhandene Energie nutzen und so zu einem geringen Energieverbraucher mutieren. Dieser Trend ist eng mit der technologischen Entwicklung verknüpft. Die Kunst besteht darin, das richtige Mass an technischem Fortschritt im Verhältnis zu den damit verbundenen Kosten zu finden.[142]

6.1.3 Der Einfluss des Timings

Der Faktor Timing gewinnt an Bedeutung, je riskanter die Investition ist und je mehr auf „Capital Growth“ anstelle von „Income Return“ gesetzt wird. Dies ist mehrheitlich in volatilen, riskanten, schnelllebigen oder aufsteigenden Märkten der Fall. Ein Amerikanisches Sprichwort sagt: „Timing is everything.“[143]
Der Einfluss eines idealen Timings kann je nach Markt und Art der Immobilieninvestition stark variieren. In volatilen Märkten mit konjunkturbedingten grossen Schwankungen der Immobilienpreise, hat ein gutes Timing vor allem bei Transaktionen grossen Einfluss auf die Wertänderungsrendite. Je länger die Haltedauer einer Immobilie ist, desto weniger bedeutend ist das Timing, weil über die Jahre hinweg die „Netto-Cashflow-rendite“ einen immer grösseren Anteil am „Total return“ ausmacht.
Das Timing hat nebst einem günstigen oder ungünstigen Transaktionszeitpunkt noch weitere wichtige Komponenten. In Bezug auf die Nutzung ist es wichtig, dass ein Ge-

[142] Vgl. Kapitel 5.2, Antworten 6a.8 / 8.2 / 12.4 / 13.1 / 13.2 / 13.5; Kapitel5.3.5.
[143] KUB (2009) S. 86.

bäude nach seiner Fertigstellung respektive in der Vermarktungsphase eine genügend grosse Nachfrage an Interessenten und möglichst wenig Konkurrenzangebote ausweist. Dazu ist eine Markt-, Standort- und Konkurrenzanalyse sinnvoll.
Generell gilt, je kürzer der Zeitraum zwischen Projektidee bis zur Inbetriebnahme ist, desto geringer und kalkulierbarer ist das Risiko. die Konjunkturlage lässt sich unmöglich mehrere Jahre zum voraus abschätzen. Aus diesem Grund fallen lange dauernde Projektentwicklung in den Bereich „Opportunistic“.[144]

6.1.4 Das richtige Management

Die Erkenntnis ist, je komplexer die Aufgabenstellung, je grösser der Handlungsspielraum und je wichtiger die Entscheidungsfindung ist, desto entscheidender ist ein gutes und kompetentes Management. Gute und kreative Ideen sowie die richtigen Entscheidungen und Positionierungen bergen ein hohes Wertschöpfungspotenzial.
Die Anforderungen an das Management sind sehr vielseitig und so gilt es projekt- und objektbezogen die richtige personelle Besetzung vorzunehmen. Gerade bei Projektentwicklungen ist die Qualität des Entwicklers zentral. Die Professionalisierung im Bereich von Immobilienanlagen ist unverkennbar, handelt es sich doch um einen Bereich mit erheblichen Vermögenswerten, die gleich wie bei einer Unternehmung gut betreut werden sollen. Viele institutionelle Investoren, die in Immobilien eine gute Vermögensanlage als Alternative zu Aktien und Obligationen sehen, legen immer mehr Wert auf ein gutes Management. Dieses muss auch fähig sein, gute und juristisch korrekte Verträge abzuschliessen, um das Ertragsrisiko zu reduzieren.
Ein entscheidender Vorteil von direkt gehaltenen Immobilienvermögen ist, dass das Management sich aktiv an der Entwicklung und am Ergebnis beteiligen kann. Das Management muss nicht alles selber können, aber es muss wissen, wann welche Spezialisten und Experten beizuziehen sind, ein gutes Netzwerk pflegen und die richtigen Tools und Prozesse zur Leitung und Lenkung haben. Gerade bei Auslandinvestitionen sind gute Partner wichtig.[145]
Ein aufkommender Zweig ist die Bewirtschaftungsintelligenz, wo es darum geht, Bestandesimmobilien zu verwalten, zu unterhalten und vor allem auch den richtigen Zeitpunkt für Sanierungen oder komplette Umstrukturierungen von bestehenden Liegenschaften zu erkennen und einzuleiten. Dazu ist ein gut aufgestelltes Facility Management hilfreich.[146]

---

[144] Vgl. Kapitel 3.1; Kapitel 5.2, Antworten 6a.7 / 6b.4 / 6b.10 / 12.8 / 14.1–14.8; Kapitel 5.3.2; Kapitel 5.3.7.
[145] Vgl. Poorvu, W. (1999) S. 242 u. 247.
[146] Vgl. Kapitel 5.2, Antworten 1.4 / 1.5 / 2.2 / 6a.2 / 7.1 / 8.2 / 11.4 / 12.5 / 12.11 / 12.13 / 13.4.

6.1.5 Die Bedeutung der Nutzer

Der Erfolg einer Liegenschaft steht und fällt mit den Nutzern und einem für diese passenden Gebäude. Schliesslich heisst es doch, „der Kunde ist der König“ und es sind die Nutzer, die die Erträge generieren, was letztendlich den Wert einer Renditeliegenschaft ausmacht. Die Zahlungsbereitschaft der Nutzer hängt direkt davon ab, wie gut ihre Bedürfnisse erfüllt werden und wie die Konkurrenzsituation ist.

Bei der Lancierung einer Immobilie ist eine der ersten Handlungen die Frage der Nutzung. Auf der Basis einer Markt- und Standortanalyse soll die Positionierung im Marktumfeld vorgenommen und die optimalen Zielgruppen evaluiert werden. Das Gebäude soll dann soweit es sinnvoll ist, auf diese Zielgruppen hin zugeschnitten werden, indem vorgängig die Nutzerbedürfnisse analysiert werden. Die Schwierigkeit besteht darin, aktuelle Trends zu berücksichtigen, aber auch ein Bauwerk zu erstellen, das zeitlos ist und Generationen übersteht. Ist ein Gebäude einmal fertig, dann gilt es dieses zu belegen. Der „Best-Owner-Ansatz“[147] widmet diesem Aspekt besondere Rechnung.

In der Marketingphase werden weitere Weichen gestellt, wenn die definitiven Nutzer ausgesucht und bestimmt werden. Hier kann das Risiko von Ertragsausfällen minimiert werden, wenn zum voraus genügend Abklärungen betreffend Bonität und Zahlungsmoral stattfinden. Mit guten Verträgen und adäquaten Sicherheitsleistungen kann das Risiko weiter reduziert werden. Dabei gilt es auch Faktoren wie die Dauer von Mietverträgen, Kündigungsfristen, Optionen etc. zu berücksichtigen.

Das Ertrags- und Leerstandsrisiko sinkt, sobald der Grossteil einer Liegenschaft mit Nutzern oder Mietern gefüllt ist und bindende Verträge abgeschlossen werden konnten. Bei grösseren und vor allem riskanteren Projekten muss normalerweise schon vor Baubeginn ein bestimmter Anteil der gesamten Nutzfläche verbindlich von Nutzern belegt sein, was auch ein Zeichen eines markttauglichen Konzepts darstellt. Dies ist häufig auch wichtig in Bezug auf die Kreditfreigabe.[148]

6.2 Wichtige Aspekte des Risikomanagements

6.2.1 Risikomanagementprozess

Wie überall, gilt auch in der Immobilienbranche der Grundsatz, wo Chancen sind, da sind auch Risiken. Genauso sollen im Risikomanagement Chancen als positive und Risiken als negative Folge analysiert werden. Jede Investition in Liegenschaften hat seine Chancen und Risiken, die objektspezifisch sehr unterschiedlich sein können. Es hat sich gezeigt, dass trotz Professionalisierung in der Immobilienbranche der Bereich Risikomanagement noch Optimierungspotenzial hat, weil dieser zu wenig standardisiert und durchleuchtet ist oder noch Lücken aufweist.

---

[147] Vgl. Loepfe, A. (2008) S. 44 – 50.
[148] Vgl. Kapitel 5.2, Antworten 7.2 / 7.7 / 12.12 / 16.1 – 16.8; vgl. Kapitel 5.3.6.

Der Bedarf, mit Risikomanagement die Risiken zu kontrollieren und die Chancen zu evaluieren, ist unumstritten. Dabei geht es nicht darum, eine Erfolgsgarantie abgeben zu können oder die Risiken zu eliminieren, sondern diese offenzulegen und in die Entscheidungsfindung einfliessen zu lassen, indem die Bandbreite der möglichen Ergebnisse, wie beispielsweise der Rendite, dargestellt wird. Die Interpretation eines Risikodiagramms ist wesentlich besser, wenn dieses mit der Eintrittswahrscheinlichkeit unterlegt ist. Der Investor hat damit ein übersichtliches und verständliches Bild der Chancen und Risiken.

Risikomanagement ist ein dynamischer Prozess und dieser soll auch phasengerecht eingesetzt werden. Immobilien durchlaufen in ihrem Lebenszyklus verschiedene Risikophasen. Vor allem in Phasen mit Bewegung und grosser Bauaktivität, wie bei der Projektentwicklung, bei einer Totalsanierung oder beim Abbruch und Neubauersatz sind parallel zu den Investitionen grosse Chancen und Risiken vorhanden.

Ein gutes Risikomanagement soll mit einer Früherkennung von Potenzialen und Risiken die Chance öffnen, geeignete Massnahmen ergreifen zu können. Bei riskanteren Investitionen in den Segmenten „Value Added“ oder „Opportunistic“ ist es wichtig, dass eine erwartete Durchschnittsrendite mit einer Standardabweichung berechnet wird. Diese soll nicht Extremwerte, sondern die gesamte Bandbreite möglicher Ergebnisse vom maximalen Gewinn bis maximalen Verlust darstellen. Diese Spanne kann nun mit der Wahrscheinlichkeitskurve unterlegt werden.

Der Prozess eines Risikomanagements soll so sein, dass dieser stets verbessert werden kann und damit aus Fehlern gelernt wird, damit diese sich nicht wiederholen. Bei der Interpretation muss der Investor sich auch den Grenzen des Risikomanagements bewusst sein. Denn das Resultat ist nur so gut, wie die verwendeten Daten. Deshalb muss mitgeteilt werden, wie gut und zuverlässig die Daten effektiv sind. Zur Risikoerkennung gehört auch, dass man sich nicht nur auf Zahlen und Kurven verlässt, sondern auch das Objekt nach Erfahrung, gesundem Menschenverstand und Bauchgefühl beurteilt.[149]

Basel II (vgl. Kapitel 3.5) ist ein gutes Beispiel, das den Risikomanagementprozess illustriert und den Nutzen davon veranschaulicht. Dabei wurden die Lücken aus Basel I erkannt und bei der Fremdkapitalvergabe neu die Risikobetrachtung in Bezug auf die Ausfallwahrscheinlichkeit anhand eines Ratingsystems eingeführt.

6.2.2 Bewertung

Die Disziplin Immobilienbewertung ist ein wichtiger Teilaspekt des Risikomanagements. Es hat sich gezeigt, dass der Bewerter entscheiden soll, welche Bewertungsmethode er für das zu bewertende Objekt anwendet. Es zeichnet sich dabei der Trend ab, dass sich einige Methoden besser behaupten als andere. Dies sind vor allem bei Liegenschaften mit einem Ertrag die DCF-Methode, bei Wohneigentumsobjekten die hedoni-

[149] Vgl. Kapitel 4.3 u. 4.5; vgl. Kapitel 5.2, Antworten 4.4 / 6a.5 / 7.1 / 8.1 – 8.4.

sche Methode und bei Spezialobjekten die Realwertmethode. Benchmarking ist auch ein beliebtes Instrument, das sich vermehrt bei vergleichenden Aspekten von Liegenschaften hinsichtlich der Bewertung beliebt macht.

In Bezug auf Renditeliegenschaften setzt sich folglich die DCF-Methode durch. Dabei sind wichtige und werttreibende Komponenten die Cashflows, der Diskont- und der Kapitalisierungssatz. Bei der Berücksichtigung der Risiken hat sich der Grundsatz manifestiert, dass Chancen und Risiken so weit wie möglich in den Cashflows berücksichtigt werden sollen. Im Diskontfaktor sollen nur diejenigen Risiken einberechnet werden, die sich nicht im Cashflow abbilden lassen; dies sind typischerweise Lagequalitäten wie beispielsweise „Up“- oder „Downgradings“ und Objektqualitäten wie die Differenzierung Büro, Wohnen, Retail, oder Industrie und anderes.

Die DCF-Methode eignet sich auch für Risikoanalysen. Vor allem bei der Sensitivitätsanalyse können damit die werttreibenden Faktoren einfach und übersichtlich erkannt und beispielsweise in einem Tornadodiagramm (vgl. Kapitel 4.5.2) modelliert werden. Damit lassen sich verschiedene Szenarien und alternative Varianten darstellen, indem die Komponenten, insbesondere die Cashflows unterschiedlich eingegeben werden.

Die Schwierigkeit bei Bewertungen ist generell, dass ein exakter Wert erwartet wird, der den aktuellen Marktwert wiederspiegelt. Dabei können keine Bandbreiten oder Wahrscheinlichkeitsverteilungen berücksichtigt werden. Deshalb muss sich ein Eigentümer bewusst sein, dass zwischen dem geschätzten Marktwert und dem erzielten Kaufpreis Differenzen vorhanden sein können. Bei dem Grossteil der bewerteten Objekten liegt der Schätzwert im Bereich von +/- 10% Abweichung zum effektiv erzielten Kaufpreis. Die Abweichung kann aber im Ausnahmefall auch grösser sein, was verschiedene Hintergründe haben kann.

Die Immobilienbewertung grenzt sich im Bereich von Unsicherheiten von der Risikobetrachtung ab. Bei der Bewertung müssen unsichere Elemente entweder gänzlich ausgeblendet oder mit einer Annahme berücksichtigt werden, damit ein Ergebnis vorliegt. Bei der Risikodarstellung will eben gezeigt werden, in welcher Bandbreite und mit welcher Wahrscheinlichkeit ein Ergebnis eintreten kann.[150]

6.2.3 Risikobegrenzung

Die Chance bei Immobilieninvestitionen ist es, dass mit Risikobegrenzungs- und Risikoreduktionsmassnahmen ein im Vergleich zu anderen Assets gutes Rendite-Risikoprofil vorliegt. Das heisst, dass eine hohe Rentabilität respektive Wertschöpfung bei überschaubarem Risiko resultiert.

Es ist Aufgabe des Risikomanagements, nicht nur Chancen und Risiken zu erkennen, sondern auch dabei mit geeigneten Massnahmen eine Verbesserung zu erwirken. In Bezug auf die Risiken bedeutet dies, dass diese reduziert oder begrenzt werden sollen. Auf

[150] Vgl. Kapitel 3.3; vgl. Kapitel 5.2, Antworten 7.4 / 9.1 – 9.4 / 10.1 / 10.2 / 10.6 / 11.5.

der Investment- und Portfolioebene findet Risikoreduktion hauptsächlich mittels Diversifikation statt. Auf der Objektebene müssen direkte Massnahmen getroffen werden, um Risiken einzudämmen.

Ein wichtiger Grundsatz ist, was vor allem für Projektentwicklungen und riskante Investments der Fall ist, dass das eingesetzte Risikokapital adäquat zur Höhe des Risikos verzinst werden muss. Da der Risikoverlauf dynamisch ist, muss auch die Höhe der Verzinsung dynamisch erfolgen, am einfachsten in einzelne Phasen gegliedert. Wenn Beispielsweise ein Projekt in der Evaluationsphase mit 50% Wahrscheinlichkeit ausfällt respektive zur Ausführung kommt, dann muss das verwendete Kapital in dieser Zeitspanne mit mehr als 50% verzinst werden. Damit kann gewährleistet werden, dass im Mittel aus mehreren Objekten eine positive Bilanz resultiert.

Eine praktikable Möglichkeit der Risikobegrenzung sind Exitmöglichkeiten. Das heisst, dass ein Investor aus einem Projekt bis zu einem bestimmten Zeitpunkt aussteigen kann, wenn die Erfolgsaussichten schlecht sind. Eine Projektentwicklung kann in einzelne Phasen gegliedert und für jede Phase eine Zielvorgabe mit einem Budget festgelegt werden. Damit kann die Ausfallwahrscheinlichkeit von Schritt zu Schritt reduziert werden, während die Entwicklungskosten im Laufe der Projektentwicklung stetig steigen. Die Zielvorgaben sind in der Regel mit einer Risikoreduktion gekoppelt. Häufig stammen diese Zusagen oder Beteiligungen von Nutzern, Investoren oder Käufern.

Die Grundstücksreservation ist ein beliebtes Vorgehen, mit dem der effektive Investitionsentscheid je nach Reservationsvertrag mit dem Eigentümer hinausgezögert werden kann. Irgendwann wird unweigerlich der Punkt kommen, wo der Entscheid über die Realisierung gefällt werden muss. Hier kann eine Risikobegrenzung mittels Etappierung statt finden, wobei allfällig entstehende Mehrkosten miteinkalkuliert werden müssen.

Bei der Risikobetrachtung ist es wichtig, dass die einzelnen Risikoaspekte nicht linear verlaufen, sondern je nach Faktor bei einem kritischen Wert ins extreme kippen können. Beispielsweise wenn in einem Shoppingcenter nur wenig Verkaufsflächen leer sind, muss dies noch nicht stören. Wenn aber immer mehr Verkaufsflächen leer stehen, kann dies plötzlich zu einem totalen Einbruch an Kunden führen.

Mit dem Abschluss von Versicherungen können Risiken begrenzt werden. Heutzutage ist es möglich alle Arten von Risiken zu versichern, allerdings steht die Versicherungsprämie immer in Relation zum Risiko und so muss ein Investor das richtige Mass finden. Bei Versicherungen gehört die Risikoberechnung in Abhängigkeit zur Schadensgrösse und Eintrittswahrscheinlichkeit zum täglichen Geschäft.[151]

6.2.4 Instrumente im Risikomanagement

Die Auswahl an Instrumentarien zur Risikoanalyse ist sehr gross. Wie bei der Wahl der richtigen Bewertungsmethode gilt auch hier der Grundsatz, dass der Anwender eines

[151] Vgl. Kapitel 4.3; vgl. Kapitel 5.2, Antworten 4.2 / 6a.11 / 8.3 / 10.3 / 11.1.

Risikomanagements entscheiden soll, welche Instrumente für ihn und seine Bedürfnisse am besten geeignet sind. Wichtig ist, dass das richtige Tool beim richtigen Objekt eingesetzt wird.
Die Risikoanalyse beginnt damit, dass Risiken als einzelne Risikofaktoren erkannt werden. Anschliessend müssen diese analysiert und bewertet werden, damit ersichtlich wird, wo Massnahmen und Risikosteuerung möglich und sinnvoll sind.
Die Due Diligence ist ein sehr umfassendes Instrument zur Risikoerkennung, das sich bei grösseren Transaktionen etabliert hat und das im Sinne einer Checkliste die einzelnen Risikoaspekte durchleuchtet. Die Immobilienbewertung sowie Markt- und Standortanalyse sind Teil einer Due Diligence.
Für die Messung und Quantifizierung einzelner Risikoaspekte sind verschiedene Tools vorhanden, die den Einfluss auf die Rendite oder den Erfolg visualisieren. Die Sensitivitätsanalyse inklusive der Szenariendarstellung ist sehr verbreitet und eignet sich gut, um die sensitiven Komponenten herauszuschälen und die kritischen Werte zu ermitteln. Die Nutzwertanalyse ist ein weiteres vielverwendetes Tool, das Risikofaktoren gewichtet und einander gegenüberstellt, ohne aber den Einfluss einzelner Komponenten direkt zu messen. Rating- und Scoringmodelle eignen sich, um Risikofaktoren mit qualitativen Komponenten messbar zu machen, wie dies häufig beim Markt- und Objektrating oder im Finanzwesen bei der Kreditvergabe nach Basel II (vgl. Kapitel 3.6) angewendet wird.
Es hat sich gezeigt, dass sich die Risikoberechnung mit der Wahrscheinlichkeitsbetrachtung erst auf der Investment- und Portfolioebene und (noch) nicht auf der Objektebene durchgesetzt hat, was vermutlich mit der Angst vor einem grösseren finanzmathematischen Verständnis zu tun hat. Solche Instrumente zur Berechnung der Wahrscheinlichkeitsverteilung, wie es beispielsweise die „Monte-Carlo“- oder die „Latin-Hypercube-Simulation“ sind (vgl. Kapitel 4.5.4), können komplexere Zusammenhänge auf einfache Art und Weise in einer Grafik sichtbar und interpretierbar darlegen. Der Vorteil ist erkannt, dass bei der Rendite-Risiko-Betrachtung das Gewinn- und Verlustpotenzial erst in Abhängigkeit der Eintrittswahrscheinlichkeit umfassend beurteilt werden kann. Es würde sich also anbieten, ein solches Instrument spezifisch für die Immobilienbranche zu entwickeln, das anwenderfreundlich ist und keine profunden mathematischen Kenntnisse und Formeln voraussetzt.[152]

6.3 Checkliste

Die folgende Checkliste (vgl. Tabellen 2 und 3) beinhaltet Chancen- und Risikofaktoren in Bezug auf eine Investition in Renditeliegenschaften. Diese Liste soll helfen, bei der Risikoidentifikation an alle relevanten Aspekte zu denken. Wenn neue Aspekte auftreten, kann die Liste entsprechend ergänzt werden. Die Gliederung der Liste erfolgt ana-

[152] Vgl. Kapitel 4.5; vgl. Kapitel 5.2, Antworten 7.3 / 7.5 / 7.8 / 12.1.

log Kapitel 4.6, wobei die allgemeinen Faktoren noch mit „Managementfaktoren“ erweitert wurden. Bei einem konkreten Objekt kann diese Liste nach der Risikoerkennung in eine Nutzwertanalyse überführt werden. Dabei werden die relevanten von den nicht relevanten Faktoren getrennt und festgehalten, welcher Faktor als Chance, als Risiko oder als beides ausgelegt wird. Anschliessend werden die Chancen- und Risikofaktoren mit den beiden Komponenten „Auswirkung“ und „Eintrittswahrscheinlichkeit“ gewichtet. Die Multiplikation dieser beiden Komponenten gibt einen ersten Hinweis, welche Chancen und Risikofaktoren einen besonders grossen Einfluss auf das Ergebnis haben; dabei müssen Chancen und Risiken separat betrachtet werden. In der letzten Spalte folgen mögliche Massnahmen, mit dem Ziel, bei Chancen das Potenzial besser zu nutzen und bei Risiken das Ausmass zu reduzieren.
Bei den beiden Praxisbeispiele in Kapitel 5.4 wurde dieses Verfahren zur Illustration angewendet, wobei dieser Schritt in der Regel im Vorfeld einer Immobilieninvestition statt findet und dabei auch alle relevanten Unterlagen und Daten vorhanden sein müssen.

6.4 Schlussbemerkung

Die Erkenntnisse in dieser Thesis lassen den Schluss zu, dass der Risikoaspekt und die Werthaltigkeit von Renditeliegenschaften eng miteinander verknüpft sind. Dies zeigt sich dadurch, dass der Wert einer Immobilie hauptsächlich auf der Prognose der zukünftigen Cashflows und der Renditeerwartung erfolgt und dass diese beiden Komponenten stark vom Risikopotenzial, bestehend aus Chancen und Risiken, geprägt sind.
Es hat sich gezeigt, dass sich das gesamte Risiko auf einzelne Risikofaktoren aufschlüsseln lässt und diese Faktoren fallweise einen unterschiedlich grossen Einfluss haben. Im Umgang mit Risiken wurde erkannt, dass die Notwendigkeit eines Risikomanagements unbestritten ist, dass dieses aber auf der Objektebene in der Praxis oft noch Optimierungspotenzial oder Lücken aufweist. Mit einem hochwertigen Risikomanagement lassen sich Chancen und Risiken erkennen, bewerten und mittels geeigneter Massnahmen so steuern, dass Chancen besser genutzt und Risiken reduziert werden können. Damit steigen die Rentabilität und auch der Wert von Renditeliegenschaften.

Relevant	Irrelevant	Chancen- und Risikofaktoren	Chance (C) Risiko (R)	Erläuterung Chance/ Risiko	Auswirkung (1 - 4)	Eintrittswahrsch. (1 - 4)	Total	Mögl. Massnahmen
TEIL I: ALLGEMEINE FAKTOREN								
		Markt- / Standortfaktoren						
		Konjunktur Wirtschaft, Arbeitsmarkt, Kaufkraft			-	-	-	
		Politische **Stabilität** / Länderrisiken / Rechtssicherheit			-	-	-	
		Immobilienpreis- und **Mietzins**entwicklung			-	-	-	
		Demographische Entwicklung regional / lokal (Bevölkerungswachstum, Alters- und Sozialstruktur, Herkunft)			-	-	-	
		Entwicklung **Makrolage** (Standortfaktoren, Erschliessung ÖV/PV, Arbeitsplätze, Zukunftspotenzial, etc.)			-	-	-	
		Entwicklung **Mikrolage** (Standortfaktoren, Nutzungszusammensetzung, Bevölkerung, Sicherheit, Emissionen, Verkehrsanbindung ÖV + PV, Einkaufsmöglichkeiten, Qualität Schulen, Freizeitangebot, Potenzial für die Zukunft)			-	-	-	
		Konkurrenzsituation (lokal, regional, national), Entwicklung Angebot-Nachfrage			-	-	-	
		Zinsentwicklung am Kapitalmarkt, Einfluss auf die Einnahmen und Ausgaben			-	-	-	
		Timing: Wie gross kann ein guter/schlechter Zeitpunkt sein / wie lange ist die Haltedauer, gibt es Optionen resp. Risiken dabei / wird stark auf Wertschöpfung gesetzt und gibt es diesbezüglich Risiken / Folgen eines Konjunkturumschwungs			-	-	-	
		Inflationsrate, Einfluss auf die reale Rendite- und Gewinnbetrachtung			-	-	-	
		Finanzierungsfaktoren			-	-	-	
		Eigenkapital (EK): EK-Quote (%), genügend EK vorhanden, Sicherheit EK, Fälligkeit, Vezinsungsanforderungen und -erwartung			-	-	-	
		Fremdkapital (FK) und Leverage: FK-Quote (%), Sicherheit über Erhalt von FK, Konditionen und Bedingungen, Verzinsung (fix / variabel), Dauer, Optionen bei Ablauf Vertrag, Kreditwürdigkeit, Puffer für Unvorhergesehenes			-	-	-	
		Refininanzierung FK: Sicherheit / Gewährleistung Refinanzierung, Konditionen, alternative Finanzierungen, Zeitspanne bis zur Fälligkeit, Zurückzahlung Schulden			-	-	-	
		Liquidität: Risiko auf Liquiditätsengpässe, Möglichkeit von Kreditaufnahme o. Massnahmen zur Gewährleistung d. Liquidität			-	-	-	
		Währung: Verschiedene Währungen, Einfluss von Kursverlusten, Absicherung von Kursverlusten			-	-	-	
		Managementfaktoren			-	-	-	
		Anforderungen an das Management bezüglich Projekt/Objekt, Sturktur und Prozesse des Managements, Projektsteuerungskompetenz			-	-	-	
		Qualität der Geschäftsleitung, Fähigkeit für dieses Objekt resp. als Geschäftsleiter			-	-	-	
		Qualität der beteiligten Mitarbeiter, Fähigkeit für dieses Objekt			-	-	-	
		Verhältnis Management - Investor resp. Auftraggeber, ist das Vertrauen vorhanden, die Kompetenzen klar und gut geregelt			-	-	-	
		Referenzen, Erfahrung aus ähnlichen Projekten, Knowhow vorhanden			-	-	-	
		Beizug von Spezialisten: zum richtigen Zeitpunkt, Qualität der Spezialisten, kennt gute und vertrauensvolle Partner			-	-	-	
		Strukturierung der Prozesse: Entscheidungsfindung, Zielvereinbarung, Controlling, Riskmanagement, PQM, etc.			-	-	-	
		Verträge: Sind alle Verträge iuristisch geprüft und korrekt, konnten Sicherheiten in Verträge berücksichtigt werden, etc.			-	-	-	
		Marketing: Richtiger Zeitpunkt, richtige Medien, gutes Konzept, gute Partner, werden Nutzer angesprochen, etc.			-	-	-	
		Bekanntheit des Managements / Beziehungen / Publikationen			-	-	-	
		Zugang zu Daten und wichtigen und aktuellen Informationen/Daten			-	-	-	
		Risikomanagement: Wie ist das Risikoprofil (Investitionsstil), werden geeignete Tools eingesetzt, konnte das Risiko mittels Massnahmen minimiert und Potenziale genutzt werden, wurden Unsicherheiten erkannt und liegen Eintrittswahrscheinlichkeiten vor, wird Risikomgmt. phasengerecht eingesetzt, sind die Sicherheiten genügend (Risikobegrenzung)			-	-	-	

Tabelle 2: Checkliste Chancen- und Risikofaktoren (Teil I)

Relevant	Irrelevant	Chancen- und Risikofaktoren	Chance (C) Risiko (R)	Erläuterung Chance/ Risiko	Auswirkung (1 - 4)	Eintrittswahrsch. (1 - 4)	Total	Mögl. Massnahmen
TEIL II: FAKTOREN NACH PHASEN GEGLIEDERT								
		Erwerbsfaktoren /Kauf Grundstück, ggf. mit bestehendem Gebäude			-	-	-	
		Reservations- resp. Kaufsicherheit: Zusicherungen notariell beglaubigt, Optionen für Ausstieg, Grundstückreservation oder -kaufzusage			-	-	-	
		Due Diligence: Haben Abklärungen statt gefunden (Standort- und Marktanalyse, technische DD, Umwelt-DD, rechtliche DD, steuerliche DD, ökonomische DD, finanzielle DD), sind Unsicherheiten/Ungereimtheiten behoben			-	-	-	
		Informationsstand: Bestehen Informationsdefizite, müssen Massnahmen getroffen werden (Absicherung / Vertrag)			-	-	-	
		Bewertung: Gibt es Bewertungsunsicherheiten, Preis im Verhältnis zum Risiko, wie ist der Marktpreis, Eignung der Methode, wie wichtig ist die Bewertung			-	-	-	
		Kaufvertrag: ist dieser eingehend geprüft, iuristisch gut, weist keine Lücken auf etc. (siehe auch unter Management)			-	-	-	
		Projektentwicklungs- und Baufaktoren			-	-	-	
		Projektqualität: Wie gross ist der Einfluss des Projekts auf den Erfolg, stimmen Architektur / Gebäudeeffizienz / Flexibilität / technische Aspekte / Langlebigkeit			-	-	-	
		Projektvorgaben: Können wichtige Vorgaben in genügender Präzission gegeben werden, wie gross ist der Spielraum, was ist noch unbekannt, gibt es eine Zielvereinbarung, ist diese verständlich, was sind die Erwartungen			-	-	-	
		Nachhaltigkeit: ist die Nachhaltigkeit betreffend Ökonomie, Ökologie und Gesellschaft abgeklärt, sind die Aspekte Energie, Materialisierung, Raumklima, Unterhalts- und Instandsetzungsaufwand, Rückbau etc. berücksichtigt			-	-	-	
		Planungsteam: Kompetenz, Motivation und Vertrauen vorhanden, Gefahr von Streitigkeiten unter den Beteiligten, Teamgeist			-	-	-	
		Baureife: Wie sicher ist der Erhalt der Baufreigabe, Einspracherisiko, gibt es mögliche Massnahmenpakete, allgemeine Akzeptanz			-	-	-	
		Festlegung der Nutzung: Ist die Nutzung eindeutig / gibt es Alternativen, stimmt Nutzung mit Standort überein, wie gross ist die Flexibilität, Potenzial abgeschöpft, Positionierung am Markt, Definition Zielgruppen, Nutzerbedürfnisse			-	-	-	
		Vorvermietung / Vorverkauf: Anteil an Vorvermietung resp. -verkauf, Anbindung eines Investors, gibt es bei nicht Erreichung der Vorgaben Alternativen			-	-	-	
		Kostensicherheit: Wie sicher ist die Endkostenprognose, wo sind Unsicherheiten vorhanden (Baugrund, Altlasten, Bestand), gibt es eine Kostengarantie (GU / TU), was ist die Folge von Kostenüberschreitungen, Umgang mit Reserve			-	-	-	
		Terminsicherheit: Wie sicher ist die Terminprognose, was sind Auswirkungen von Terminverzug, gibt es Massnahmen, Einfluss externer Faktoren (Wetter, Hochwasser, Schnee, etc.), mögliche Baustops			-	-	-	
		Qualitätssicherheit: Einhaltung von Qualitätsvorgaben in Bezug auf Nutzer und Betriebskosten, gibt es ein PQM und Controlling, Mängel erkannt			-	-	-	
		Versicherungen: Wichtige Versicherungen, was ist versichert / nicht versichert, was könnte versichert werden, sind Garantiescheine vorhanden			-	-	-	
		Umgang mit Bestand: Konstruktionskenntnisse, wie gross ist die Unsicherheit			-	-	-	
		Baumängel: Sorgfältige Übergabe aller Elemente, Tests der Gebäudetechnik, Kontrolle Baumängel, liegen Abnahmeprotokolle vor, stimmen diese			-	-	-	
		Nutzungs- / Ertragsfaktoren			-	-	-	
		Ertragssicherheit: Verträge mit Mietern, Bonität resp. Ausfallwahrscheinlichkeit der Mieter, wie ist die Nachfrage, sind Erträge über/unter Markt, Absicherungen gegen Ertragsausfall, Potenzial resp. Risiken für die Zukunft			-	-	-	
		Nutzersegment: ist die Nutzung richtig, stimmt die Infrastruktur mit Nutzerbedürnissen überein, ist Potenzial vorhanden, passen die Nutzer			-	-	-	
		Unterhalts- und Betriebskosten: Benchmarkvergleich, gibt es Optimierungspotenzial, Facility-Management-Verträge (kaufmännisches / technisches / infrastrukturelles FM), ist die Nutzerzufriedenheit vorhanden			-	-	-	
		Instandhaltungs- und Instandsetzungkosten: Benchmarkvergleich, sind grössere Sanierungen und Instandsetzungen eingeplant, ist der Zeitpunkt und -abstand für bauliche Investitionen richtig gewählt, wie ist der CAPEX			-	-	-	
		Image: Akzeptanz der Objekte in der Region/bei den Nutzern, Erscheinungsbild			-	-	-	
		Verwaltung / Management: (siehe Managementfaktoren)			-	-	-	
		Verwertungsfaktoren (Exit)			-	-	-	
		Wiederverkäuflichkeit: Nachfrage / Flexibilität vorhanden, potenzielle Käufer			-	-	-	
		Wertsteigerung: Wertsteigerung real, Potenzial abeschöpft, stimmt Kaufpreis			-	-	-	
		Steuern: Sind anfallenden Steuern berücksichtigt (latente Steuer, Handänderung, Grundstücksgewinnsteuer, etc.)			-	-	-	
		Verkäufer-Due Diligence (vgl. Erwerbsfaktoren): Genügt DD, Marktwert bekannt			-	-	-	

Tabelle 3: Checkliste Chancen- und Risikofaktoren (Teil II)

7 Anhang

7.1 Protokolle

Protokoll Interview mit Richard Hunziker

Funktion / Firma: CEO, Pensimo Management AG, Zürich

Datum: 8. Juni 2009

Teil I: Fragen zur Beratungstätigkeit (allgemein)

1. Was ist der Anreiz für eine Immobilieninvestition?

- Diversifikation von Mittel (Kapital) im Vgl. zu Aktien und anderen Anlagemöglichkeiten
- Gute Investition mit relativ stabilem Einkommen

2. In was für Immobilien und an welchen Standorten investieren Sie?

- gemäss den Anlagerichtlinien der Anlagestiftungen
- Grossteil in der Schweiz
- Auslandinvestitionen in … nur mittels indirekter Beteiligung

3. In welchen Phasen des Gebäudezyklus werden Investitionen getätigt?

- Vorzugsweise Einstieg wenn Immobilie fertig gebaut und voll vermietet
- Einstieg auch schon während der Projektentwicklung möglich, wenn der Erfolg absehbar ist (die Investition unter Core-Anlage geht mit entsprechend wenig Risiko)
- Auch SWAP's von fertigen Objekten möglich (Tausch) > war typisch für Swissair

4. Welche Investitionsstile resp. welche Risikoprofile kommen in Frage? Gibt es Richtlinien / Vorschriften?

- es gelten die Anlagerichtlinien der jeweiligen Anlagestiftung
- Der Regelfall sind reine Core-Strategien mit kleinem Risiko und entsprechend eher geringen, dafür sicheren Performance (ist jeweils schwierig, dies dem Stiftungsrat beizubringen)

5. Welche Art von Immobilieninvestitionen (Direkt, indirekt, Fonds, Anlagestiftung, etc.) sind bevorzugt?

- direkte Investitionen, weil hier der Einfluss des Managements am grössten ist und die Port-Folien genügend gross sind, um zu diversifizieren

Teil II: Fragen zu Chancen, Risiken und Bewertung von Immobilien

6. Wo sehen Sie die wesentlichen Chancen und Risiken bei Immobilieninvestitionen?

- Chance dort, wo in Zukunft eine überdurchschnittliche Zahlungsbereitschaft vorhanden ist (betrifft bei Pensimo vorwiegend Wohnen und Gewerbe)
- Risiko eines Downgradings des Mikro- und/oder Makrostandorts; diese Entwicklung ist schwierig bis gar nicht prognostizierbar (ob Down-, Upgrading oder Stagnation)

7. Wie findet die Risikobeurteilung bei einer Immobilieninvestition statt und mit welchen Tools?

- mittels einer Due Diligence; Teile davon werden im Haus getätigt und andere ausgelagert; die Wertebetrachtung wird jeweils von der Fa. Wüest & Partner bearbeitet
- Die 3 Beurteilungsebenen, Makrolage, Mikrolage und Objekt (bauliches) werden jeweils mit dem Tool EFICAS inhouse bearbeitet
- Die Abklärung der Mieterbonität ist Teil der Due Diligence
- Es sind Checklisten vorhanden, was bei einer Due Diligence alles abgeklärt werden muss

8. Wie findet Risikomanagement in den verschiedenen Phasen von Immobilien statt?

- Risikomanagement wird dauernd angewendet, es ist Aufgabe des Port-Foliomanagers
- Während der Projektentwicklung ist es Aufgabe des Betreuers, in dieser Phase gelten höhere Anforderungen an das Risikomanagement und entsprechend höhere Kompetenzen sind gefordert

- Es sollen Lehren aus vergangenen Fehlern gezogen werden, z.B. aus dem MobAG-Konkurs; seither werden solche Szenarien schon im Vorfeld richtig abgesichert und geachtet, dass mittels Garantien und Verträge das Risiko eingedämmt werden kann

9. Welche Bewertungsmethoden kommen bei Ihnen am häufigsten zur Anwendung?

- DCF-Methode, in der Regel durch Wüst & Partner
- Keine hedonische Methode
- Realwert normalerweise auch mittels DCF

10. Wie wird das Risiko in den jeweiligen Bewertungsmethoden von Immobilien berücksichtigt?

- bei der DCF im Diskontierungssatz mittels den Quantilswerten
- Anpassung der Erträge, Risikobeurteilung über das Potenzial, wie die Ertragslage werden kann
- Der Verlauf der Erträge inflationsbereinigt (ist Aufgabe des Portfolio-Managers)

11. Wie gut können Sie die Chancen und Risiken bei unterschiedlichen Investitionen in Objekte zum voraus abschätzen?

- da nur Risiken im Core-Bereich akzeptiert werden, ergeben sich die Chancen und Risiken
- die Risiken müssen gut abgeschätzt werden können, dies ergibt sich auch aus der Bewertung – z.B. wenn Diskontierungssatz hoch, dann ist es risikoreich und wenn niedrig, dann ist es rel. sicher
- z.B. Müller-Martini-Areal in Zürich wurde von W&P aufgewertet, obwohl nur 30% vorvermietet werden konnten, weil es an einer guten Lage war (Aufwertungsgewinn infolge gutem Standort)

12. Was sind besondere Erfolgsfaktoren bei Immobilieninvestitionen?

- nachhaltig stabilisierende Investitionen
- Sorgfältige Prüfung im Vorfeld
- Keine Preisexzesse mitmachen, nicht im Highend-Luxusbereich investieren
- Möglichst keine Singletenantlösung, sich nicht blenden lassen
- Die Pensimo hat für Wohnungsmieten ein eigenes System entwickelt, in dem die aktuellen Wiedervermietungswerte laufend eingespeist werden und so die Mietpreiseentwicklung mitverfolgt werden kann

13. Was sind Zukunftstrends, die den Erfolg von Immobilieninvestitionen positiv und nachhaltig beeinflussen können?

- Nachhaltigkeit, u.a. betreffend Energie > weg von fossilen Brennstoffen
- Ausrichtung auf niedrige Einkommensschichten resp. stagnierende Haushaltseinkommen (ist nicht zwingend ein sozialer Gedanke) > damit wird eine breite Bevölkerungsschicht angesprochen (afortable housing) / dies im Gegensatz zu Highend-Investitionen
- Es bleiben Marktmieten, nicht Kostenmieten wie bei Genossenschaften

14. Wie entscheidend ist für Sie das richtige Timing (EinstiegAusstieg, Vermarktung etc.) einer Immobilieninvestition?

- Das richtige Timing ist auch Bedürfnis der Anleger, in Bezug auf taktisches Leverage als Ausgleich
- Das Timing kann sehr entscheidend, teilweise auch eine Chance sein; z.B. Jelmoli wird jetzt von SPS/CS gekauft, nachdem der andere Deal geplatzt ist

15. Wie entscheidend ist für Sie das Management von Immobilieninvestition?

- Das Management ist das „A+O“ (früher hiess Lage, Lage, Lage, dann Performance, heute Mgmt, Mgmt, Mgmt…)
- Die Bewirtschaftungsintelligenz und die richtige Idee können grossen Mehrwert generieren
- Die Schwierigkeit heute, genügend Ressourcen zu finden/haben

16. Wie entscheidend ist für Sie der Endnutzer hinsichtlich Erfolg und was für Massnahmen werden diesbezüglich im Vorfeld getroffen?

- Der Endnutzer ist vor allem bei Geschäftsliegenschaften wichtig; z.B. Zürich West hat sich besser wie Zürich Altstetten entwickelt, das war aber lang unklar (früher hatte Zürich West einen schlechten Ruf)

- Bei Wohnen ist der Endnutzer nicht matchentscheidend

17. Was ändert sich an den Finanzierungsmöglichkeiten von Immobilieninvests seit der Finanzkrise und was bewirkt dies auf die Chancen und Risiken?

- Für Pensimo bedeutet dies ein Vorteil, weil keine Leveragbuyer mehr auf dem Markt sind; z.B. das Sutter+Sutter-Gebäude in Oerlikon wurde von Londoner Finanzinstitution mit 110% geleveragt

---

Protokoll Interview mit Claudio Rudolf

Funktion / Firma: Directer Real Estate Asset Management, Credit Suisse, Zürich

Datum: 23. Juni 2009

Teil I: Fragen zur Beratungstätigkeit (allgemein)

1. Was ist der Anreiz für Immobilieninvestition?

- Die CS investiert nur Drittgeld von Kunden, kein eigenes Geld und die CS verdient gut daran
- Eine nachhaltige, gute und langfristige Anlage für Fonds / Anlagestiftungen oder die SPS > typische „Buy and Hold"-Strategie im Interesse der Anleger

2. Was für Immobilien und an welchen Standorten investieren Sie?

- Die CS ist mit 6 Fonds, Anlagestiftungen und der SPS breit aufgestellt
- Die Immobilien sind in der ganzen Schweiz, vor allem auf der Achse Bodensee-Genfersee mit Schwergewicht der Zentren Zürich, Basel und Genf / Wohnbauten auch peripher
- 2 Mia. CHF sind in global investiert, je ca. 1/3 in den USA, Europa und Asien
- 10 Mia. CHF sind in Frankfurtfonds investiert, was in Immobilien in ganz Europa verteilt wird (ausschliesslich Retail + Office)
- Ca. 19 Mia. CHF sind in der Schweiz investiert, sehr breit von Wohnen, Büro, Hotel, Industrie, Logistik, Sportstadien u.a.
- Total hat die CS 21 Mia. CHF in Schweiz und global + 10 Mia. in Frankfurtfonds investiert

3. In welchen Phasen des Gebäudezyklus (Projektentwicklung, Nutzung, Umnutzung etc.) werden Investitionen getätigt?

- Die CS ist klassischer Endinvestor und steigt erst ein, wenn ein Projekt weitestgehend gesichert ist, d.h. Baubewilligung vorhanden, weitestgehend vermietet (Büro 3/4, ausser bei Wohnungen) und falls nicht, werden diese Voraussetzungen vertraglich geregelt
- Der Prime Tower in Zürich passt nicht in dieses Bild, dies resultiert daher, dass dieser aus der Maag-Fusion resultiert
- Projektentwicklungen können innerhalb von Portfolios oder auch der SPS vorkommen, aber nicht in Fonds, dort wird nur in baureife Projekte investiert
- Die Optimierung von Immobilieninvestitionen wird regelmässig vorgenommen, das gehört zur Kernkompetenz des Asset-Managements der CS
- Es gibt Investitionen in Spezialgebiete wie Living plus, der Medizinbereich, Welness, allerdings sind auch hier die Risiken in der Projektentwicklung nicht bei der CS (in der Regel bei den GU/TU's)

4. Welche Investitionsstile resp. welche Risikoprofile kommen in Frage? Gibt es Richtlinien / Vorschriften?

- Praktisch ausschliesslich Core
- Im Bereich der Finanzierung gibt es in den USA auch abenteuerliche Wagnisse wie Securitisierungen etc.
- Teilweise gibt es auch Investitionen in Core plus oder gar value added, z.B. Wohnimmobilien aus den 60er Jahren (ist aber risikomässig überschaubar), die Erwartung der Nettorendite ist dann höher, zwischen 5.3 – 6%

- Es gibt viele Richtlinien, bei den Fonds gemäss KAG, bei den Anlagestiftungen das BSV, bei der börsenkotierten SPS die Reglementierung EBK
- Die Zielnettorendite ist ab 5% aufwärts, wobei dies auf Objektebene zwischen 4.5 – 5.5 oder gar 6% netto schwanken kann

5. Welche Art von Immobilieninvestitionen (Direkt, indirekt, Fonds, Anlagestiftung, etc.) sind bevorzugt?

- Für indirekte Anlagen direkt investieren
- Börsenkotierte Anlagen oder Anlagestiftungen
- Ein Fonds kann zuerst privat sein und dann going public wird er geöffnet, z.B. Green Property (Nachhaltigkeitsgedanke betr. Minergie P resp. ECO, gute Anbindung an den ÖV, Soziologie, Verkehr etc.) / in diesem Fonds darf 10% in die Projektentwicklung investiert werden

Teil II: Fragen zu Chancen, Risiken und Bewertung von Immobilien

6. Wo sehen Sie die wesentlichen Chancen und Risiken bei Immobilieninvestitionen?

- Bei Bestandesimmobilien in nachhaltigen Cash Flow-Renditen + geringer Wertsteigerung / das Risiko ist je nach Nutzung unterschiedlich
- Die Hauptrisiken sind auf der Ertragsseite, wie sicher sind die Erträge (Bonität, wie gut ist die Unternehmung aufgestellt, etc.)
- Die Hauptrisiken liegen im Markt, wie stark wirken sich Veränderungen im Markt auf die Realwirtschaft und dann auf die Immobilienwirtschaft aus, wie gross ist der Einfluss auf verschiedene Lagen/Standorte (z.B. im Bereich Büro ist die Auswirkung der gegenwärtigen Finanzkrise auf A-Lagen relativ gering, während B- unc C-Lagen infolge der Rezession stark unter Druck geraten sind)
- Bei Wohnen ist das Risiko tiefer, dafür sind die Preise auf hohem Niveau resp. überbewertet; deshalb ist es wichtig, den CAPX (Sanierungsbedarf) richtig einzuschätzen
- In der Schweiz hat praktisch keine Wertkorrektur statt gefunden im Vgl. zu anderen Ländern wie England, deshalb sind die Liegenschaften meist auch nur über dem Preis zu haben / entsprechend ist der NOI in z.B. England mit 7 – 8% höher / z.B. in Singapore ist die Volatilität viel höher, es gibt max. 3-Jahresverträge, grössere Up- und Downsides etc.
- Die Schweiz gilt als stabiler Dampfer mit geringer Volatilität und konstantem Cash Flow, einer Nettorendite für Core-Objekte von 4.5-5%

7. Wie findet die Risikobeurteilung bei einer Immobilieninvestition statt und mit welchen Tools?

- Die grössten Risiken werden schon bei der Auswahl der Objekte und mit einem guten Vertrag abgewendet (Coreobjekte mit Baubewilligung, weitestgehend vermietet und fixem Preisangebot) / Projektentwicklung findet praktisch nicht statt
- Marktanalyse und Analyse der Ertragskraft
- Die CS hat eigene Kalkulationstools für die Bewertung (analog DCF, dynamisch, aber mehr auf den IRR ausgerichtet) und lässt jedes Objekt zusätzlich auch extern bewerten (in der Regel von Wüest & Partner); der Kaufpreis darf nicht gross von der externen Bewertung abweichen, sonst ist eine Begründung nötig
- Sehr wichtig ist die Vertragsanalyse und mitunter die Laufzeit, Bonität, Indexierung, Break-up-Optionen etc.

8. Wie findet Risikomanagement in den verschiedenen Phasen von Immobilien statt?

- Es gibt ein Unterschied zwischen dem Erwerb eines Objekts und der Nutzung mit seiner jährlichen Wiederbewertung (extern) des Marktwerts
- Das operative Risikomanagement ist Aufgabe der Portfoliomanager inklusive der Überwachung der Betriebskosten (kaufmännisches + technisches FM, Hauptmietverträge die auslaufen etc. / FM an Wincasa outgesourcet)
- Die Acquisition von Investments finden in einem definierten Prozess statt, zuerst Grobbeurteilung, dann eine fundierte Due Diligence (legal, technisch, Markt, Umfeld, Konkurrenz z.B. bei Shopping-Center o. Hotel, etc.)
- Der interdisziplinäre Ansatz findet inhouse und extern statt
- Ein umfassendes Redevelopment stösst an die Grenzen, ob dies unter Projektentwicklung oder Haltung von Bestandsimmobilien geht

9. Welche Bewertungsmethoden kommen bei Ihnen am häufigsten zur Anwendung?

- Im Normalfall die DCF-Methode
- In Projektentwicklungen je nach Objekt teils auch Substanzwertmethode / Berechnung der Baukosten etc.
- Die hedonische Bewertung bei möglichst standardisierten Objekten, allerdings investiert die CS selten in diesem Bereich (z.B. Eigentumswohnungen)

10. Wie wird das Risiko in den jeweiligen Bewertungsmethoden von Immobilien berücksichtigt?

- Teils im Diskontsatz, wird allerdings meist vom externen Partner wie Wüest & Partner festgelegt (Diskontsatz: Basis, Immobilienzuschlag, Risikozuschlag)
- Möglichst viel in den laufenden Kosten und Erträgen abbilden (Leerstandsannahmen etc.) – sprich im Cash Flow abbilden
- In der Regel ist der Diskontsazt zwischen 4.8 – 5.2%, dieser kann aber bei extrem sicheren Objekten mit Wachstumspotenzial (z.B. Bahnhofstrasse) tiefer oder bei riskanteren Objekten höher sein
- Die Wahl des Diskontsatzes bei Wiederverwertungen macht Sinn, v.a. in der Acquisition beim Vergleich im Markt / im Vergleich dazu, bei der Unternehmensbewertung wird empirisch und pragmatisch vorgegangen

11. Wie gut können Sie die Chancen und Risiken bei unterschiedlichen Investitionen in Objekte zum voraus abschätzen?

- Bei Core-Investitionen können die Chancen und Risiken sowohl beim Projekt wie auch beim Objekt gut abgeschätzt werden , die Nettorendite liegt in der Regel zwischen 4.5 – 5.5% (eine schmale Bandbreite)

12. Was sind besondere Erfolgsfaktoren bei Immobilieninvestitionen?

- Ein gutes Pricing, das eine angemessene Rendite generiert
- Nachhaltigkeit im Sinne eines nachhaltigen Cash Flows
- Gute Mieter und wichtig, auch gute Mietverträge
- Gute Substanz der Immobilien mit Flexibilität
- Lage, Lage, Lage, lieber zentral in einer peripheren Kleinstadt (Wil, Solothurn, …) als an peripherer Lage in einem wichtigen Zentrum; auf keinen Fall in unbedeutendem Dorf einer Agglomeration in eine Büroliegenschaft (z.B. Rümlang, da kann plötzlich keine Nachfrage mehr vorhanden sein) / im Bereich Wohnen ist es anders, da bieten Agglomerationen gute Möglichkeiten

13. Was sind Zukunftstrends, die den Erfolg von Immobilieninvestitionen positiv und nachhaltig beeinflussen können?

- Ökologie, Minergie, Energie hin zur 2'000 Watt-Gesellschaft und weg von fossilen Brennstoffen (allerdings schlagen sich solche Trends v.a. bei Neubauten nieder)
- Wohnen mit Services (im Bereich Alterswohnen, aber auch Alltagswohnungen wie z.B. die Überbauung James)

14. Wie entscheidend ist für Sie das richtige Timing (Einstieg, Ausstieg, Vermarktung etc.) einer Immobilieninvestition?

- Im Ausland in volatileren Märkten ist das Timing das A+O und kann je nach risikoreicher Investition matchentscheidend sein
- In der Projektentwicklung (Core-Bereich, wesentliche Risiken abgedeckt) mit langfristiger Haltedauer „buy and hold“ ist es auf die gesamte Lebensdauer der Immobilie weniger wichtig, trotzdem hat es einen Einfluss und muss analysiert werden

15. Wie entscheidend ist für Sie das Management (Kompetenz, Kenntnisse Markt, Qualität der Personen, Struktur) von Immobilieninvestition?

- Sehr wichtig in der Vermarktung
- Das Marktknowhow und die Erfahrungen sind wichtig
- Gutes Personal ist sowohl in der Acquisition wie auch in der Portfoliobetreuung ein zentraler Punkt
- Die Struktur im Management ist ebenfalls ein wichtiger Punkt / bei Auslandinvestitionen nicht nur gute Partner, sondern auch eigene Leute vororot

16. Wie entscheidend ist für Sie der Endnutzer (Mieter, Bewohner, Benutzer) hinsichtlich Erfolg und was für Massnahmen werden diesbezüglich im Vorfeld getroffen?

- Extrem wichtig, dieser generiert den Cash Flow; deshalb muss alles auf den Endnutzer hin entwickelt werden, sonst hat es einen negativen Einfluss > extreme Kundenorientierung
- Entscheidend ist ein sauberer Marktresearch, die richtige Definition des richtigen Kundensegments und die richtige Positionierung

17. Was ändert sich an den Finanzierungsmöglichkeiten von Immobilieninvests seit der Finanzkrise und was bewirkt dies auf die Chancen und Risiken?

- Die Highleveragebuyer sind weg vom Markt, dies ist eine Chance für alle Equityplayer wie die CS
- Die Risiken im Retail- und Kommerzbereich sind gestiegen, da in diesen Bereichen Einbrüche vorhanden sind
- Die Chance sind, Immobilien für gute Einstiegspreise zu erlangen
- Das Kostenniveau der Bauindustrie wird wieder runtergehen
- Interessant wird es, wenn Investoren unter Druck verkaufen müssen
- Es ist die Zeit der Equity-Player, die tief geleveragt sind (10 – 20% FK)

Protokoll Interview mit Stefan Schädle

Funktion / Firma: Leiter Real Estate Management, BVK Personalvorsorge des Kantons Zürich, Zürich

Datum: 19. Juni 2009

Teil I: Fragen zur Beratungstätigkeit (allgemein)

1. Was ist der Anreiz für eine Immobilieninvestition?

- Kapitalanlage
- In ein gutes Risiko- Renditeprofil investieren
- Investition mit 100% Eigenkapital in Core, Value added bis Oportunistic (z.B. Vorwiegend jedoch in Core-Liegenschaften…)

2. In was für Immobilien und an welchen Standorten investieren Sie?

- Vermehrt Konzentration auf Wirtschaftszentren v.a. im Geschäftsflächenbereich / zentrale Lagen und bei Wohnen deren Agglomeration
- Bei Wohnimmobilien auch Fokus auf Wirtschaftszentren, dort wo das Marktpotenzial stimmt
- Auch Investition in Shopping Center

3. In welchen Phasen des Gebäudezyklus (Projektentwicklung, Nutzung mit Vollvermietung etc.) werden Investitionen getätigt?

- Einstieg in allen 3 Phasen, der Projektentwicklung, der fertiggestellten und vollvermieteten Immobilie, sowie in der Nutzungs- oder Endphase einer Immobilie

4. Welche Investitionsstile resp. welche Risikoprofile kommen in Frage? Gibt es Richtlinien / Vorschriften?

- Von Core bis Opportunistic, Hauptteil in Core / es gibt Regelung, wie das Verhältnis sein soll

5. Welche Art von Immobilieninvestitionen (Direkt, indirekt, Fonds, Anlagestiftung, etc.) sind bevorzugt?

- Direktinvestitionen
- Indirektinvestitionen v.a. mit Beteiligungen von kotierten Unternehmungen wie Allreal, SPS, PSP etc.
- Im Ausland Beteiligung an der AFIAA-Stiftung (analog Anlagestiftung) – hier das Management outgesourcet

- Achtung, bei indirekten und v.a. Auslandinvestitionen sehr genau das Konstrukt und das Management durchleuchten, sonst Gefahr, dass die Risiken nicht kontrolliert werden, Bereicherungen von Fondsmanager etc. auftreten etc.

Teil II: Fragen zu Chancen, Risiken und Bewertung von Immobilien

6. Wo sehen Sie die wesentlichen Chancen und Risiken bei Immobilieninvestitionen?

- Chancen: konstant fahren, fokusierte Anlagestrategie, Mietverträge im Sinne von Bonds = Unternehmensanleihen, somit Marktschwankungen abfedern, kleines Risiko bei sicherem Cash Flow
- Chance: Indexgeschützte Investition sowohl bei Geschäftsflächen wie auch Wohnimmobilien (40% Teuerung kann übertragen werden, Anpassung an den laufenden Hypozins etc.)
- Chance: Guter Stabilisator im Vgl. zu anderen Assets
- Risiko: Strukturelle Risiken, Marktrisiken, Fremdkapital muss aufgenommen werden und damit entsteht Risiko der Illiquidität,

7. Wie findet die Risikobeurteilung bei einer Immobilieninvestition statt und mit welchen Tools?

- Die Risikobeurteilung ist noch heterogen und soll mehr und mehr vereinheitlicht werden
- Due Diligence-Prozess in allen Segmenten (volles Programm)
- Marktanalysen
- Eigene Rechnung und ein bis zwei Gegenrechnungen als second opinion (gem. Regularien min. eine externe Schätzung, die BVK hat ca. 5 Bewerter via Regierungsrat bestimmen lassen
- Kostenvergleichswerte anwenden
- In Projektentwicklung Architekt mit einer Kurzstudie beauftragen, ggf. weitere Spezialisten beauftragen
- Dynamische Betrachtungsweise

8. Wie findet Risikomanagement in den verschiedenen Phasen von Immobilien statt?

- Zurzeit wird ein Managementinformationssystem inklusive Risikomanagement aufgebaut, auch vernetzt mit FM, Bewirtschaftung (inkl. Leerstände), Kostenbenchmarking / damit soll die periodische Zustandsbeurteilung systematisiert werden, der CAPX berechnet werden, frühzeitig die Neupositionierung vorgenommen werden etc.
- Der Aufbau eines Portfolio-Management-Tools ist ebenfalls in Arbeit
- Wichtig bei diesen Instrumenten ist das Mehraugenprinzip, dass wichtige Entscheide, Mitteilungen, Änderungen etc. von verschiedenen Spezialisten beurteilt werden

9. Welche Bewertungsmethoden kommen bei Ihnen am häufigsten zur Anwendung?

- DCF
- Residualwertrechnung z.B. bei Grundstücken
- Je nach Objekt kann auch mal eine statische Bewertung bei Neubauten vorkommen
- Substanzwert – ergibt den CAPEX
- Die BVK hat nur Ertragsliegenschaften

10. Wie wird das Risiko in den jeweiligen Bewertungsmethoden von Immobilien berücksichtigt?

- Teilweise im Diskontsatz, der aufgesplittet ist und mit einer Risikokummulation einzelner Parameter ermittelt wird > der Diskontsatz muss aber auch als Gesamtes und nicht nur aus den einzelnen Parameter gesehen werden
- Im Cash Flow das Risiko abbilden, z.B. Leerstand, Up- oder Downside > es gilt das Vorsichtsprinzip (z.B. wenn Liegenschaft underrented, dann bleiben die Leute)
- Bei der Projektentwicklung ist das Risiko vielschichtig; die grösste Unsicherheit ist, ob gebaut werden kann (z.B. wenn ein Grundstück nicht eingezont ist, eine Nutzungsänderung vorgenommen werden muss etc.) > bei solchen kritischen Elementen werden Spezialisten beigezogen
- Bei Vorstudien werden in der Regel die Kennzahlen verifiziert, z.B. mittels einer Investitionsrechnung

11. Wie gut können Sie die Chancen und Risiken bei unterschiedlichen Investitionen in Objekte zum voraus abschätzen?

- Bei der Beurteilung wird vorgefiltert auf Grund der Erfahrung und strategischem Vorstellungsvermögen
- 90% der in Betracht gezogenen Objekte werden innert Kürze abgelehnt, weil es nicht den Richtlinien entspricht (falscher Standard, zu klein, etc.)
- Es wird erst in ein Objekt investiert, wenn die Investmentstrategie grundsätzlich passt (selektiv, Vorauswahl wie gesagt aufgrund von Erfahrungswerten)
- Typische Parameter, die vom Anbietenden nicht stimmen, die Kosten sind zu tief oder die Mieten zu hoch etc.

12. Was sind besondere Erfolgsfaktoren bei Immobilieninvestitionen?

- Die Anlagestrategie stark auf Investitionen „buy and hold“ fokussiert
- Wenn ein Objekt nicht passt, dieses verkaufen
- Ziel ist es, unter dem Markt einzukaufen > gezielte Suche dort, wo die Konkurrenz dünn ist und die Erfolgsaussichten gut sind > dort mit Druck dahinter und auch schnell abschlussbereit sein (z.B. Eichhofareal)
- Erfolgsfaktor, relativ schnell entscheiden können, genügend Liquidität vorhanden haben, langatmige Verhandlung durchstehen (zum Teil über 1 Jahr) / die Pensionskassen gelten als solider Partner
- Pensionskassen können auch Baurechte vergeben (Vorteil gegenüber anderen Investoren)

13. Was sind Zukunftstrends, die den Erfolg von Immobilieninvestitionen positiv und nachhaltig beeinflussen können?

- Der Schweizermarkt ist wegen dem Wohlstandsgefälle im Vgl. zu Europa interessant
- Höhere Qualitäten
- Sich gut Positionieren, Zusatzangebote (value add) einbringen (z.B. Kinderkrippe bei Grossüberbauung, die bei kleiner Überbauung nicht möglich wäre)

14. Wie entscheidend ist für Sie das richtige Timing (Einstieg, Ausstieg, Vermarktung etc.) einer Immobilieninvestition?

- Das Timing ist wichtig im Markttrend (mittelfristig) und bei Transaktionen
- Chance, wenn der Verkäufer illiquid ist und Finanzsicherheit wichtig ist
- Je nach Marktsituation ist es eine Chance, wenn der Markt illiquid ist

15. Wie entscheidend ist für Sie das Management (Kompetenz, Kenntnisse Markt, Qualität der Personen, Struktur) von Immobilieninvestition?

- Das Management ist sehr wichtig, wenn fokussiert investiert wird, dann muss die Kompetenz hoch sein
- Wichtig vor allem in der Projektentwicklung

16. Wie entscheidend ist für Sie der Endnutzer (Mieter, Bewohner, Benutzer) hinsichtlich Erfolg und was für Massnahmen werden diesbezüglich im Vorfeld getroffen?

- Wichtig, die richtige Marktposition einzunehmen, um den gewünschten Endnutzer zu erreichen
- Im Vorfeld schon klare Idee, wer kommt da hinein, welche Zielgruppe wird angesprochen
- Z.B. bei Büro ist die Vorvermietung zwingend (ca. 50%), abhängig von Bauzeit, Konstellation, Mietinteressenten etc.

17. Was ändert sich an den Finanzierungsmöglichkeiten von Immobilieninvests seit der Finanzkrise und was bewirkt dies auf die Chancen und Risiken?

- Die Finanzierung wurde schwieriger, die Ausländer (High-leverage-buyer) sind weg
- Die Finanzierungsinstitutionen sind auch gegenüber Schweizern restriktiver
- Für PK’s ist dies ein Vorteil, weil die Konkurrenz es nun schwieriger hat und die Liquidität bei PK’s vorhanden ist

Protokoll Interview mit Klauspeter Nüesch

Funktion / Firma: Geschäftsinhaber, Nüesch Development AG, St. Gallen

Datum: 9. Juni 2009

Teil I: Fragen zur Beratungstätigkeit (allgemein)

1. Was ist der Anreiz für Immobilieninvestition von Ihren Kunden?

- Werthaltigkeit über Zeit generieren
- Aktiv an der Investition / Bewirtschaftung beteiligt zu sein, selber resp. mitbeeinflussen können
- Grosse Gewinne möglich, wenn kreative Ideen umgesetzt werden können
- Grosses Wertschöpfungspotenzial im Verhältnis zum Risiko (risikierten Kapital), viel Aufwärtspotenzial im Verhältnis zum Abwärtspotenzial

2. In was für Immobilien an welchen Standorten sind Sie involviert?

- an hoch erschlossenen Standorten (ÖV und/oder PV), Standorte, die gerne und mit wenig Aufwand erreicht werden können und wo Lust vorherrscht, mit wenig Aufwand mit diesem Ort zu kommunizieren
- Z.B. das Zwickiareal in Wallisellen zwischen Glattzentrum und SBB-Geleise resp. Bahnhof; dieses Areal war lange Brachland gewesen, obwohl dieses total gut erschlossen ist und mit der Glattalbahn noch besser erschlossen wird – die Entwicklung begann schon lange vor der Abstimmung über die Glattalbahn

3. In welchen Phasen des Gebäudezyklus (Projektentwicklung, Nutzung, Umnutzung etc.) sind Sie involviert?

- nur in Projektentwicklung, ganz am Anfang, wenn eine gute Idee vorliegt
- Projekte werden in der Regel bei Baubeginn oder bei Abschluss Gestaltungsplan / Baubewilligung an den Investor abgegeben
- Ab und zu werden Projekte bis zum Schluss mitbetreut (eher selten)
- Der beste Moment für die Übergabe des Projekts an einen Investor wäre ca. 3 Jahre nach Inbetriebnahme, da ein gutes Projekt sich in dieser Zeit solide entwickelt hat und die Erträge bei Umsatzmieten gestiegen sind, so lässt sich gegenüber Investoren ein grosser Mehrwert abschöpfen (vorausgesetzt, das Konzept bewährt sich); wenn eine Immobilie gut läuft, wird diese als sicherer eingestuft und der Diskontfaktor kommt runter, womit automatisch der Wert steigt – z.B. HRS hat so sehr viel Geld gewonnen

4. Welche Investitionsstile resp. welche Risikoprofile Ihrer Kunden kommen in Frage? Gibt es Richtlinien / Vorschriften?

- Seed-Money: Startkapital bis Investor einsteigt, Investition am Anfang sehr risikoreich und im Verlauf des Projekts abnehmend
- Eingesetztes Kapital muss je nach Risiko entsprechend hoch verzinst werden (in der ersten Phase über 60% Zins, da Ausfallwahrscheinlichkeit bei ca. 50% liegt – folglich Risikoinvestition und diese muss sich im Mittel von versch. Projekten wieder egalisieren inkl. Gewinnanteil)
- Teilweise müssen Gebühren für die Landreservation bezahlt werden, in Entwicklungsländern muss in der Regel das Land gekauft werden

5. Welche Art von Immobilieninvestitionen (Direkt, indirekt, Fonds, Anlagestiftung, etc.) werden bevorzugt?

- Direkte Investitionen bevorzugt, weil die unternehmerische Investorenhaltung mehr Kreativität zulässt und daraus mehr Gewinn resultieren kann
- Die rein renditenorientierten institutionellen Anleger sind langweilig, es wird zu wenig differenziert, wo Potenzial vorhanden ist

Teil II: Fragen zu Chancen, Risiken und Bewertung von Immobilien

6. Wo sehen Sie die wesentlichen Chancen und Risiken bei Immobilieninvestitionen?

- Der Zeitpunkt der Demodierung (Totalsanierung) birgt grosse Chancen (wenn später wie geplant) resp. Risiken (wenn früher wie geplant), da die Rendite steigt, wenn sich die Investition auf möglichst lange Zeit abschreibt (so bleibt vom Jahresertrag mehr Gewinn und weniger Abschreibung übrig)
- Z.B. Glattzentrum ist ein gutes Beispiel, es wird zwar regelmässig in kleineren Schritten investiert, aber das Ursprungsgesamtkonzept hat bis heute gehalten, es wird sehr aktiv und mit viel Sensibilität investiert; Fazit, es resultiert eine extrem geringe Demodierung (durchschnittlicher Aufwand für Instandhaltung und –setzung ist niedrig)

- Wichtig an einer guten Projektentwicklung ist, besser sein als der Markt; dies ist Chance und Risiko zugleich. Chance, mit der richtigen Idee viel Wert schöpfen, Risiko, wenn Projekt nicht akzeptiert resp. niemand will, dann viel Kapital vernichtet (z.B. Mistery-Park)

7. Wie findet die Risikobeurteilung bei einer Immobilieninvestition statt und mit welchen Tools?

- Mittels Szenariendarstellung: Es werden die verschiedenen wichtigen Parameter definiert und deren Sensitivität abgeklärt. Es werden 3 Szenarien dargestellt: 1. Das 0-Szenario (wo alle mit 0, ohne Verlust und ohne Gewinn rauskommen) / 2. Das most-likely Szenario (alle Parameter so gestellt, wie man es vermutet) / 3. Das optimale Szenario, wenn alles sehr positiv läuft.
- Es werden keine Extremszenarien abgebildet, deren Eintrittswahrscheinlichkeit parktisch 0 ist.
- Das 0-Szenario dient dazu, dass der Investor abschätzen kann, wie negativ die einzelnen Parameter sein können, so dass noch kein Verlust resultiert, damit soll das Gefühl entstehen, wie viel die Investition ertragen kann
- Das Szenario 2. soll zeigen, was erwartet wird aufgrund des heutigen Kenntnisstands
- Das Szenario 3. soll auch das Potenzial aufzeigen und zugleich vermeiden, dass nur eine Negativbetrachtung statt findet

8. Wie findet Risikomanagement in den verschiedenen Phasen von Immobilien statt?

- Es gibt verschiedene Schritte in der Projektentwicklung; am Ende jedes Schrittes müssen die Voraussetzungen gegeben resp. erfüllt sein, um das Projekt weiterzuverfolgen
- Je weiter die Projektentwicklung von Schritt zu Schritt fortschreitet, desto kleiner ist die Ausfallwahrscheinlichkeit und entsprechend sinkt das Risiko
- In den einzelnen Schritten wird so wenig wie möglich, aber soviel wie nötig Geld ausgegeben. Je mehr Kapital investiert wird, umso prozentual kleiner wird das Risiko.
- Z.B. bei Schritt eins ist Risiko 50/50, bei Schritt zwei 30/70, bei Schritt 3 15/85 etc.

9. Welche Bewertungsmethoden kommen bei Ihnen am häufigsten zur Anwendung?

- Bei Nüesch Development wird nur der Zeitraum ab Beginn bis Projektverkauf betrachtet (Exit). In der Regel findet eine Rückwärtsrechnung statt, angefangen von den Erträgen und dem daraus resultierenden Wert wird rückwärts gerechnet, ob sich das Projekt bezahlt, resp. wie viel für das Land bezahlt werden kann
- Für diesen kurzen Zeitraum ist es eine Ertragsrechnung (analog DCF)

10. Wie wird das Risiko in den jeweiligen Bewertungsmethoden von Immobilien berücksichtigt?

- die Renditezielsetzung ändert mit dem Risiko (je mehr Risiko, desto höher die Renditezielsetzung)
- Nicht eine banale Renditeerwartung von z.B. 6% ohne Miteinbezug des Risikos
- Mittels den Szenarien werden echt mögliche Ereignisse bepreist, es kann ein Range von … bis ermittelt werden.
- Es ist fairer aufzuzeigen, wie der Diskontfaktor zustande kommt

11. Wie gut können Sie die Chancen und Risiken bei unterschiedlichen Investitionen in Objekte zum voraus abschätzen?

- Die Eintretenswahrscheinlichkeit ist praktisch immer falsch geschätzt (vgl. Buch „Black Swan“)
- Mittels Szenariendenken kann plausibler aufgezeigt werden, was schief gehen könnte, aber auch was erfolgreich werden kann
- Bei allen Vorhersagen, Prognosen etc. getraut sich gar niemand in eine Extremposition zu begeben, weil er damit von der Allgemeinheit nicht akzeptiert wird, als Spinner abgetan wird etc. (natürliches Verhalten der Menschen), nach dem Motto: einer der Recht hat, wird nicht ernst genommen
- Bsp: Niemand kann Inflation richtig abschätzen; Annahmen sind immer zwischen 1 – 2% und in Realität schwankt diese zwischen 0 – 4%

12. Was sind besondere Erfolgsfaktoren bei Immobilieninvestitionen?

- Mit professionellem Engagement in lokalem Kontext eine überdurchschnittliche Abdeckung (etwas das überdurchschnittlich gut hinpasst), z.B. in Alaska keine Tropenbar, eher eine Eisbar; etwas, das einen Extrakick gibt und Mehrwert generiert
- Mit der richtigen Idee (am richtigen Ort) bringe ich einen Mehrwert hin

- Die Schwächen der Menschen begreifen und auf dieser Klaviatur spielen / z.B. Disco mit Türsteher geht besser wie ohne Türsteher / z.B. LaCoste-Poloshirt vier mal so teuer wie dasselbe ohne Krokodil

13. Was sind Zukunftstrends, die den Erfolg von Immobilieninvestitionen positiv und nachhaltig beeinflussen können?

- Verdichten an hocherschlossenen Knoten, die mit ÖV / PV gut erreichbar sind / z.B. bei allen S-Bahnhöfen
- Mobilität bleibt wichtig, kurze Wege sind gefragt
- Der Einfluss von „Games“ wird immer grösser, in USA ist das Durchschnittsalter der Gamer 35 J. > es entstehen andere Verhaltensmuster im „Cyber Space“ / das I-Phone ist die heutige Gamekonsole
- Aktuelle Trends hinterfragen, z.B. sind Shopping-Malls in Zukunft noch beliebt, was geschieht mit diesen? Mutiert es hin zu einem Ausstellungsraum?
- Zukünftige Szenarien: z.B. Einkauf über Natel mit Heimlieferung (analog Pizza-Kurier)

14. Wie entscheidend ist für Sie das richtige Timing (Einstieg, Ausstieg, Vermarktung etc.) einer Immobilieninvestition?

- Das richtige Timing kann sehr wichtig sein; die Zyklen sind repetitiv und insofern vorausschaubar als nach jedem Hoch ein Tief und dann wieder ein Hoch folgt; unklar ist jeweils immer, wann es vorbei ist resp. beginnt
- Die Immobilienbranche ist gegenüber der Realwirtschaft immer um ca. 2 Jahre verzögert, folglich kann diese Verzögerung als Chance genutzt werden, weil voraussehbar ist, wie es sich entwickelt resp. der „Downturn“ kann miteingerechnet werden

15. Wie entscheidend ist für Sie das Management (Kompetenz, Kenntnisse Markt, Qualität der Personen, Struktur) von Immobilieninvestition?

- Das Management resp. die richtige Person ist absolut Matchentscheidend für den Erfolg/Misserfolg
- Die Erfahrung zeigt, dass es ein Jahr benötigt, bis bei Nüesch Development AG ein neuer Mitarbeiter eingearbeitet ist
- Das höchste und wichtigste Gut ist der Manpower, wie die Leute motiviert werden (z.B. Beteiligung), wie die Firma richtig strukturiert wird etc.

16. Wie entscheidend ist für Sie der Endnutzer (Mieter, Bewohner, Benutzer) hinsichtlich Erfolg und was für Massnahmen werden diesbezüglich im Vorfeld getroffen?

- Der Endnutzer ist letztendlich der Schlüssel zum Erfolg, weil das Produkt ja für den Kunden / Mieter entwickelt wird
- Gut ist, wenn der Projektentwickler sich über mehrere Stufen hinweg (nach unten) auseinandersetzt und versucht z.B. bei einem Shoppingcenter die Gedanken des einkaufenden Kunden zu ergründen – also nicht nur die des Ladeninhalbers!

17. Was ändert sich an den Finanzierungsmöglichkeiten von Immobilieninvests seit der Finanzkrise und was bewirkt dies auf die Chancen und Risiken?

- Geändert hat sich, dass viel weniger Hypotheken oder Kredite vergeben werden, z.B. bei einem Shoppingcenter nur noch bis max. 50% fremdfinanziert wird
- Dies ist typisch von der Weltwirtschaft abhängig, in der Rezession erhält man kaum Kredite und in der Progression werden einem die Kredite beinahe aufgedrückt

---

Protokoll Interview mit Peter Jaeggi

Funktion / Firma: Leiter Projektentwicklung, Karl Steiner AG, Zürich

Datum: 22. Juni 2009

Teil I: Fragen zur Beratungstätigkeit (allgemein)

1. Was ist der Anreiz für Immobilieninvestition von Ihren Kunden?

- In der Schweiz an durchschnittlich und überdurchschnittlichen Lagen in wertsichere, stabile, langfristige Kapitalanlage zu investieren
- Das Bewusstsein in Anbetracht der jüngsten Geschehnisse (Finanzkrise) der letzten 18 Monate hat die Immobilieninvestition (Core-Bereich) im Vergleich zu anderen Assets wieder in ein besseres Licht gerückt
- Die Schweiz gilt als konservativ, dafür im Vergleich zu anderen Klassen sehr stabil und mit einem sicheren Cash Flow + Wertstabilität

2. Was für Immobilien und an welchen Standorten entwickeln Sie?

- Aus Sicht Makrolage in der ganzen Schweiz, es gibt auch Filiale in Frankreich, die aber nicht von der Schweiz aus betreut werden
- Aus Sicht Mikrolage vornehmlich in wirtschaftlichen Zentren, Subzentren oder deren Peripherie
- Die Schweiz ist heterogen und teils schwierig einzustufen, wie sich welche Region entwickelt; z.B. der Aargau weist noch viel Baulandreserve auf, ist aber unsicher, wie sich der Aargau als Randzone von Zürich, Bern und Basel weiterentwickelt als Agglomeration
- In Zürich und Genf hat es z.B. nicht mehr viel Baulandreserve, also wird ausgewichen; die Frage ist nur wohin

3. In welchen Phasen des Gebäudezyklus (Projektentwicklung, Nutzung, Umnutzung etc.) steigen Sie ein?

- In der Projektentwicklung ganz vorne, bei der Besicherung des Grundstücks, es werden alle Tätigkeiten bis zum vollvermieteten Verkauf getätigt (Planung, Baubewilligung, Vermarktung an Mietinteressenten, Verkauf an Endinvestor > somit wird der gesamte Wertschöpfungsprozess durchlaufen
- In der Regel wird das Grundstück nur besichert und nicht gekauft, weil damit ein möglicher Exit mit Risikobegrenzung vorhanden ist; falls das Grundstück auf Risiko gekauft wird, dann nur mit einem guten Discount, damit der Risikofaktor auch entsprechend berücksichtigt ist
- Häufig findet der Verkauf statt, sobald die Vermietung genügend gesichert und die Baubewilligung vorhanden ist, selten in der Nutzungsphase

4. Welche Investitionsstile resp. welche Risikoprofile kommen in Frage? Gibt es Richtlinien / Vorschriften?

- In der Projektentwicklung wird vor allem im Bereich Opportunistisch investiert, allerdings werden die Risiken so stark wie möglich gesenkt (Grundstück mittels Kaufrechtsverträgen sichern und nur selten kaufen) resp. auf ein überschaubares Ausmass reduziert
- Je weniger Kapitaleinsatz ein Objekt benötigt, desto mehr unterschiedliche Objekte können in der Projektentwicklung angegangen werden, da die Investition über den IRR berechnet wird und der Kapitaleinsatz gem. Risiko begrenzt ist

5. Welche Art von Immobilieninvestitionen (Direkt, indirekt, Fonds, Anlagestiftung, etc.) sind bevorzugt?

- Ausschliesslich Direktanlagen

<u>Teil II: Fragen zu Chancen, Risiken und Bewertung von Immobilien</u>

6. Wo sehen Sie die wesentlichen Chancen und Risiken bei Immobilieninvestitionen?

- Grundsätzlich gilt, wo Chancen sind, sind auch Risiken vorhanden
- Generell gibt es zwei Kategorien, die nicht beeinflussbaren Risiken (Markt, Entwicklung der Makro- und Mikrolage etc.) und die beeinflussbaren Risiken (Planung, Vermarktung, etc.)
- Chance und Risiko sind vor allem bei den nicht beeinflussbaren Faktoren, wie der Gang der Volkswirtschaft, Gesetzesänderungen mit politischem oder steuerlichem Hintergrund (z.B. Mietrecht), die Zinsentwicklung am Kapitalmarkt (hat einen Impact auf die Immobilienpreisentwicklung), das wirtschaftliche Umfeld, die Beschäftigungslage etc.
- Weitere Chancen resp. Risiko bildet die demographische Entwicklung; dabei hat die Migration einen starken Einfluss vor allem auf den Absatz von Wohnimmobilien (schwierig abzuschätzen, wie sich die Migration entwickelt)
- Chancen sind vor allem bei den steuerbaren Risiken; z.B. in der Konzeption, werden die Marktbedürfnisse richtig antizipiert bezüglich dem Projekt

- Die Baukosten können nur teilweise beeinflusst werden, hier spielt der Anstieg der Rohstoffpreise (Eisen, Öl, etc.) und die Auslastung der Unternehmer eine Rolle > voraussichtlich gehen die Baupreise in den nächsten 3 Jahren wieder zurück wegen der sinkenden Nachfrage / Es gibt im Jahr eine sich wiederholende Zyklizität, die von den Ferien und sonstigen jährlich wiederkehrenden Ereignissen abhängt
- Z.B. Entwicklung Ölpreis ist mittellangfristig stabil, langfristig wird dieser ansteigen – unter Kontrolle der OPEC

7. Wie findet die Risikobeurteilung bei einer Immobilieninvestition statt und mit welchen Tools?

- Es werden 5 Hauptkategorien mit jeweils diversen Unterkategorien analysiert, diese sind: Grundstück / Planung / Erstellung / Vermarktung / Finanzierung
- Unterkategorien sind z.B. beim Grundstück die rechtlichen Risiken, die baurechtlichen Möglichkeiten, die Hydrologischen Gegebenheiten etc.
- Im weiteren werden die Makrolage, Mikrolage, Qualität der Nutzer detailliert analysiert
- Die rechtlichen Aspekte werden durchleuchtet
- Die Erlangung einer rechtskräftigen Baubewilligung ist ein sehr wichtiger Punkt
- Die Nutzung wird durchleuchtet, ist das Konzept richtig, können in der Vermarktungsphase Nutzer gefunden werden, die den vorgesehen Cash Flow sichern

8. Wie findet Risikomanagement in den verschiedenen Phasen von Immobilien statt?

- Ja, die Risikoanalyse wird phasengerecht eingesetzt; z.B. müssen beim Grundstückskauf andere Risiken berücksichtigt werden wie wenn es um die Realisierung geht, wo vor allem die Baukosten im Vordergrund sind

9. Welche Bewertungsmethoden kommen bei Ihnen am häufigsten zur Anwendung?

- Es werden alle Bewertungsmethoden angewendet, je nachdem, welche sich besser eignet / es gibt nicht eine beste Bewertungsmethode, der Bewerter muss Objekt- und Phasenbezogen entscheiden – die Bewertung ist Mittel zum Zweck!
- Ertragswertmethode / Realwertmethode / DCF / hedonische Methode / …
- Bewertungen werden sowohl inhouse wie auch extern durchgeführt

10. Wie wird das Risiko in den jeweiligen Bewertungsmethoden von Immobilien berücksichtigt?

- Der Projektentwickler muss je nach Risiken einen Preisabschlag machen und schauen, dass das Projekt auch im ungünstigen Fall positiv bleibt, u.a. auch bei Marktveränderungen
- Eine Projektentwicklung soll möglichst schnell durchgezogen werden, je länger diese dauert, desto grösser und unberechenbarer sind die Risiken / die Dauer einer kann von 3 bis im Extremfall 30 Jahre dauern > je länger es dauert, desto schwieriger ist es, die Risiken zu berücksichtigen und miteinzukalkulieren > am Schluss ist es ein Unternehmerentscheid und Bauchgefühl, keine exakte Wissenschaft, da viele Faktoren nicht beeinflussbar sind
- Mittels Szenarioanalyse best / worst / real case
- Die Abteilung Projektentwicklung ist wie ein Portfolio; es wird darauf geachtet, dass eine Diversifikation in unterschiedliche Risikokategorien statt findet (Büro, Wohnungen, Shopping, öffentliche Auftragsgeber etc.

11. Wie gut können Sie die Chancen und Risiken bei unterschiedlichen Investitionen in Objekte zum voraus abschätzen?

- Das hängt von der Qualität des Entwicklers ab, je besser dieser ist, desto mehr verdient das Unternehmen
- Bei Steiner wird in der Regel die Realisierung vom GU Steiner ausgeführt. Dies ist bei generell hoher Auslastung von Vorteil, da der GU gesichert ist und bei schlechter Auslastung ein Nachteil, da die Konkurrenz nicht abgeholt wird

12. Was sind besondere Erfolgsfaktoren bei Immobilieninvestitionen?

- Den heimischen Markt sehr gut kennen; bei auswärtigen Investitionen muss man sich auf seine Partner verlassen und kann weniger selber beitragen
- Der Projektentwickler muss mit dem Eigenkapital arbeiten, wie wenn es sein eigenes ist
- Den Markt verstehen und kennen, einen guten IRR (internal rate of return) im Vgl. zu risikofreier Anlage aufweisen

13. Was sind Zukunftstrends, die den Erfolg von Immobilieninvestitionen positiv und nachhaltig beeinflussen können?

- Flächenbereiche mit hoher Nutzungsflexibilität
- Investitions- und betriebskostenoptimierte Konzepte (inkl. Energie und FM)
- Das 0-Energiegebäude hat zu hohe Initialkosten und ist somit weder ökonomisch noch ökologisch sinnvoll
- Wohnflächen: modern, nutzungsflexibel, betriebskosteneffizient, stärkere Differenzierung zwischen gehobenen und niedrigen Anforderungsprofilen
- Die Lebensdauer von Gebäuden wird rückläufig, deshalb Vorsicht mit zu hohen Initialkosten (Investitionen)
- Die Geschwindigkeit des technologischen Fortschritts wird zunehmen, entsprechend schneller verändern sich Gebäude (Sanierung oder Ersatz); z.B. Fortschritte bei den Fenstern war in den letzten 10 Jahren markant oder die Veränderung bei der Wärmeerzeugung ist auch gross
- Energie ist in 10 – 15 Jahren kein Thema mehr, wegen den neuen Technologien
- Das physikalische Weltbild verändert sich, z.B. der Verkehr wird anders, Vision mit kleinen und wendigen Elektromobilen, Autopilot etc.
- Die Menschen sind teilweise zu phantasielos, sobald der Skaleneffekt greift und ein Druck da ist, verändert sich die Technologie rasant / ev. ist die Zeit des Spannbetons auch bald vorbei > Thema Haltedauer von Immobilien, die von heute 70 Jahre auf z.B. 40 Jahre zurückgeht
- Die Zeitzeugen werden geschützt und erhalten, um vergangene Epochen zu charakterisieren; der Rest ist Mittel zum Zweck und verändert sich (Disput mit Denkmalpflege)
- Die Lebenskulturentwicklung generiert immer andere Gebäude, z.B. die 60er/70er Jahr trieben die Massenproduktion zum Exzess, ohne Seele, förderten die Wegwerfgesellschaft > der Mensch als Roboter
- Die Malerei und Musik schlägt sich nieder und die Architektur folgt zeitverzögert nach (vgl. 12-Tonmusik und abstrakte Kunst anfangs 20. Jh., darauf folgte Massenproduktion
- Das Weltbild ändert sich weg vom Materialistischen

14. Wie entscheidend ist für Sie das richtige Timing (Einstieg, Ausstieg, Vermarktung etc.) einer Immobilieninvestition?

- In der Projektentwicklung wichtig, je schneller, desto besser, da die Risiken mit der Dauer zunehmen
- Das Timing ist bezogen auf den Marktwert nach einer Projektentwicklung sehr wichtig / es ist weniger wichtig bezogen auf eine Investition in „buy and hold“
- Je höher das Risiko und die Volatilität und je kürzer die Haltedauer, desto entscheidender das richtige Timing

15. Wie entscheidend ist für Sie das Management (Kompetenz, Kenntnisse Markt, Qualität der Personen, Struktur) von Immobilieninvestition?

- Ein gutes Management ist in der Projektentwicklung Nr. 1, je schwieriger der Markt, desto wichtiger das Management
- Diesbezüglich arbeitet Steiner viel mit externen Spezialisten zusammen und zieht diese auch möglichst rechtzeitig bei$

16. Wie entscheidend ist für Sie der Endnutzer (Mieter, Bewohner, Benutzer) hinsichtlich Erfolg und was für Massnahmen werden diesbezüglich im Vorfeld getroffen?

- Im Kommerzbereich ist es „Key“, im Wohnbereich weniger, weil dort die Wohnungen auf einen Typus massgeschneidert werden und der effektive Endnutzer anonym bleibt
- Im Bereich Wohnen gibt’s den Unterschied zwischen Stockwerkeigentum, Einfamilienhaus und Mietwohnungen – es muss differenziert werden, je nach Kundensegment, Lage; je nach Mietertrag werden die Investitionskosten berechnet

17. Was ändert sich an den Finanzierungsmöglichkeiten von Immobilieninvests seit der Finanzkrise und was bewirkt dies auf die Chancen und Risiken?

- Generell sind die Banken restriktiver in der Finanzierung, sowohl bei der Projektentwicklung wie auch beim Endinvestor

- Die Banken verteilen Regenschirme wenn die Sonne scheint und umgekehrt, sie fördern das zyklische Verhalten, weil sie im überhitzten Markt viel Geld geben und in der Krise wenig.

Protokoll Interview mit Marco Feusi

Funktion / Firma: Partner, Wüest & Partner AG, Zürich

Datum: 18. Juni 2009

Teil I: Fragen zur Beratungstätigkeit (allgemein)

1. Was ist der Anreiz für Immobilieninvestition von Ihren Kunden?

- Eine Anlageform unter der Renditeoptik
- Stabiler Cash Flow / Stabilisation
- Alternatives Asset zu Aktien und Obligationen

2. In was für Immobilien an welchen Standorten sind Sie involviert?

- Alle Arten von Immobilien
- Ganze Schweiz und teils Ausland

3. In welchen Phasen des Gebäudezyklus (Projektentwicklung, Nutzung, Umnutzung etc.) sind Sie involviert?

- Beratung in allen Gebäudezyklen
- Auch beratende Begleitung der Projektentwicklung

4. Welche Investitionsstile resp. welche Risikoprofile Ihrer Kunden kommen in Frage? Gibt es Richtlinien / Vorschriften?

- Alle Investitionsstile (von Core bis Opportunistic)

5. Welche Art von Immobilieninvestitionen (Direkt, indirekt, Fonds, Anlagestiftung, etc.) werden bevorzugt?

- Kunden haben meist direkt mit Immobilien zu tun
- Keine Beratung von W&P diesbezüglich

Teil II: Fragen zu Chancen, Risiken und Bewertung von Immobilien

6. Wo sehen Sie die wesentlichen Chancen und Risiken bei Immobilieninvestitionen?

- Chancen: Stabiler Cash Flow / geringe Wertvolatilität / Diversifikation zu anderen Assets / gute Versicherbarkeit (Landwert kann nicht zerstört werden / Gebäude vor Totalschaden mit Gebäudeversicherung abgesichert / sogar Ertragsausfall bei Elementarschäden kann versichert werden
- Risiko: Eingeschränkte Handelbarkeit (abhängig von Zeit und Marktsegment) / viele kumulierbare Risiken – Risikomanagement schwierig in Griff zu kriegen (Marktrisiken, Managementrisiken / Bewertungsrisiken / Lagerisiken / …)

7. Wie findet die Risikobeurteilung bei einer Immobilieninvestition statt und mit welchen Tools?

- Traditionell: Marktanalyse (Märkte, Risiken, Konkurrenz, …) / Bewertungsgutachten
- Objekt: Gebäude + Nutzer (Bonität, Dauer der Verträge, Sicherheiten wie Mietzinsgarantien u.a.
- Mit Pensimo und SUVA wurde je ein spezielles und spezifisch für diese Kunden geeignetes Rating-Modell entwickelt, in dem Punkte verteilt und gewichtet werden (Scoring); es werden folgende 4 Hauptgruppen bewertet:
- Makrolage (Rating-Tool bis zu 50 Faktoren, am Schluss eine Zahl über Güte des Standorts)
- Mikorlage (5 Kriterien, je nach Nutzungsart anders bewerten)
- Gebäude: Gebäudestandard / -zustand / Nutzbarkeit je mit ca. 3 – 4 Unterkriterien
- Nutzer (Vertrag / Bonität / Sicherheiten im Konkursfall …)

8. Wie findet Risikomanagement in den verschiedenen Phasen von Immobilien statt?

- 3 verschiedene Hauptgruppen, bei denen Risikomanagement angewendet wird: 1. Investitions- und Acquisitionsphase / 2. Projektentwicklungsprozess (Markt, Herstellung, etc.) / 3. Nutzungsprozess

9. Welche Bewertungsmethoden kommen bei Ihnen am häufigsten zur Anwendung?

- (nicht behandelt, aber sicherlich DCF, Realwertbewertung und hedonische Bewertung)
- Bei speziellen Objekten Realwertmethode (typisch bei Betreiberimmobilien)

10. Wie wird das Risiko in den jeweiligen Bewertungsmethoden von Immobilien berücksichtigt?

- Möglichst viel Risiko im Cash Flow abbilden (z.B. Singleuser mit 1-Jahresvertrag ohne Verlängerungsabsicht: Leerstand, Wiedervermietungskosten, sonstige Kosten etc. einbinden
- Szenarioanalyse: Was wäre wenn… / Eintretenswahrscheinlichkeiten wo möglich bestimmen
- In zweiter Priorität Risiko im Diskontierungsfaktor abbilden, v.a. dort, wo Unsicherheiten betr. Eintretenswahrscheinlichkeit vorliegt
- Am Schluss resultiert eine Zahl, nur im Bericht wird erwähnt, wie gross die Unsicherheiten sind
- Festlegung des Diskontierungsfaktors in der Regel anhand erfolgter Transaktionen, daraus die Kennwerte herausrechnen (wenn genügend Daten vorhanden – falls zu wenig Daten, Risikozuschlagsmodell, das halbjährlich kalibriert wird, z.B. für Wohnbauten zw. 4.8 und 5.2) / es wird viel mit echten Transaktionen verglichen
- Geschäftsliegenschaften sind schwieriger zu bewerten, da p.a. ca. 2'500 Transaktionen in der CH, wovon bei ca. 500 die Daten bekannt sind / Vergleich vor allem in Zentren, wo auch viele Daten vorhanden sind (Zürich, Basel, Genf, Lausanne, Bern…) / teilweise auch Problem der Vergleichbarkeit (Comparables)
- Der Diskontierungsfaktor bildet im Grunde den Lagefaktor und Objektqualität ab
- Bei Bewertung, wie wird z.B. ein volles Gebäude im Vergleich zu leerem Gebäude bewertet? Resultat – Minderwert zw. 20 – 30% (nur theoretisch, da Transaktion von leerem Gebäude praktisch nie statt findet)

11. Wie gut können Sie die Chancen und Risiken bei unterschiedlichen Investitionen in Objekte zum voraus abschätzen?

- W&P ist mit der Genauigkeit im Durchschnitt von Europa, Standardabweichung von 10% bei 2/3 vorhanden, bei 1/3 grösser; der Mittelwert der Bewertungen ist weniger als 1% daneben
- Die Bewertungen von grossen Objekten ist massiv genauer wie bei kleinen (abhängig von institutionellen Investoren im Vgl. zu Partikularinteressen von kleinen privaten Investoren)
- Wenn ein Selbstnutzer sich um eine Immobilie wirbt, hat dieser eine andere Zahlungsbereitschaft
- Der Bewertung wird eine Verkaufszeit von 3 – 12 Monaten eingeräumt, wenn nun ein Verkäufer nach 24 Mt. einen höheren Preis erzielt, ist dies nicht zwingend Bewertungsungenauigkeit, der Markt kann sich verändert haben etc.

12. Was sind besondere Erfolgsfaktoren bei Immobilieninvestitionen?

- Die richtige Lage
- Die Handelbarkeit
- Die Erfahrung des Managements (Kompetenz, etc.)
- Die Finanzierungsmöglichkeiten
- (generell, jeder Investor sieht es anders)

13. Was sind Zukunftstrends, die den Erfolg von Immobilieninvestitionen positiv und nachhaltig beeinflussen können?

- Nachhaltigkeit betreffend Ökologie, Gesellschaft (Soziologie), Ökonomie / dabei spielt auch die Lage eine grosse Bedeutung (gute Erschliessung, gute Lagen ermöglichen erst nachhaltiges bauen etc.)
- Gute Erreichbarkeit (ÖV und PV)
- Infrastruktur in der Region
- Die Lage wird immer entscheidender, Zentrumsnähe mit deutlich höherer Nachfrage

14. Wie entscheidend ist für Sie das richtige Timing (Einstieg, Ausstieg, Vermarktung etc.) einer Immobilieninvestition?

- Bei Core-Objekten ist Timing nicht matchentscheidend, trotzdem ist eine Wertvolatilität auf der Zeitachse vorhanden

- Je risikohafter die Investition, desto entscheidender kann das Timing werden, also bei Oportunistic kann es sehr entscheidend sein
- Je kürzer der Horizont, desto entscheidender das Timing – wobei gemäss Herrn Feusi sollten Shortterm-Spekulanten nicht in Immobilien investieren, weil auch andere Risiken vorhanden sind, wie z.B. das Transaktionsrisiko (hohe Kosten) etc.
- Das Timing kann wichtig sein, wenn es um Trends geht, wie z.B. im Bereich Retail – werden Fachmärkte in Zukunft noch nachgefragt – wenn hier zu spät gekauft wird, kann es sein, dass die guten Zeiten des Objekts bereits vorbei sind und der Cash Flow entsprechend abnimmt resp. das Objekt zu teuer erstanden wurde / in einem Verdrängungswettbewerb muss man zur richtigen Zeit am richtigen Ort sein (z.B. der Konsum wird in absehbarer Zeit nicht wachsen)
- Das Timing kann entscheidend werden, wenn sich die äusseren Umstände verändern, z.B. wenn Lex Koller aufgehoben würde, gäbe es Nachfrageüberhang auf Wohnimmobilien – es muss aber im Vorfeld zu Diskussion und Abstimmung gehandelt werden, um davon zu profitieren / je nach Region nimmt der Druck zu, v.a. in bekannten Zentren und deren Agglomeration, nicht aber abseits wie z.B. Bodenseeregion / Neuenburg / …
- Das Timing ist bei gewissen Objekten entscheidend, nicht aber bei allen

15. Wie entscheidend ist für Sie das Management (Kompetenz, Kenntnisse Markt, Qualität der Personen, Struktur) von Immobilieninvestition?

- Das Management kann je nach Objekt wichtig sein, nicht aber oberste Priorität (z.B. Lage ist wichtiger)
- Es gibt Immobilien, wo man nicht viel falsch machen kann, dort ist das Management nicht sehr entscheidend
- Vor allem bei Immobilien, wo viele Entscheidungen anstehen, viel Einfluss genommen werden kann und viel Entwicklungsarbeit gefordert ist, ist das richtige Management von grosser Bedeutung

16. Wie entscheidend ist für Sie der Endnutzer (Mieter, Bewohner, Benutzer) hinsichtlich Erfolg und was für Massnahmen werden diesbezüglich im Vorfeld getroffen?

- Der Endnutzer ist sehr entscheidend, für diesen wird die Immobilie produziert
- Die Marktanalyse, Nutzerbefragungen (vgl. NZZ) und Marktinformationen sind sehr aufschlussreich, was sind neue Themenkreise, was ist im Trend, wo ist eine hohe Nachfrage vorhanden (Trends waren schon viel Stauraum, günstige Mieten, guter Natelempfang und immer wieder neue Themenkreise)

17. Was ändert sich an den Finanzierungsmöglichkeiten von Immobilieninvests seit der Finanzkrise und was bewirkt dies auf die Chancen und Risiken?

- Mehr Eigenkapital ist notwendig
- Die Highleveragekäufer sind weg vom Markt
- Es ist eine Chance für Investoren mit viel Eigenkapital, da nun der Nachfragemarkt kleiner geworden ist
- Risiko: der Markt ist eingeschränkt und verhalten, es finden weniger Transaktionen statt, die Investorenqualität ist sehr unterschiedlich (Bonität) / teilweise wird auf bessere Zeiten zugewartet
- Auf dem Markt ist weniger Liquidität vorhanden

<u>Teil III: Gewichtung der Risikofaktoren</u>

18. Wie gewichten Sie die Risikofaktoren in nachfolgender Liste?

- Kritik: es sind zuviele Faktoren, es hätten z.B. 5 Oberkriterien und je 3-5 Unterkriterien genügt – mehr top als flop! Teilweise sind die Parameter redundant, deshalb lieber auf wenige und dafür die wichtigen konzentrieren)

Protokoll Interview mit Kurt Ritz

Funktion / Firma: Partner, Corporate Finance Real Estate, PriceWaterhouseCoopers AG, Zürich

Datum: 22. Juni 2009

Teil I: Fragen zur Beratungstätigkeit (allgemein)

1. Was ist der Anreiz für Immobilieninvestition von Ihren Kunden?

- Reine Anlagekategorie als Alternative zu anderen Assets wie Aktien oder Obligationen

2. In was für Immobilien an welchen Standorten sind Sie involviert?

- PWC Schweiz bearbeitet nur in- und ausländische Kunden, die in Immobilien in der Schweiz investieren; für ausländische Immobilieninvestitionen sind die Filialen von PWC in den entsprechenden Länder zuständig

3. In welchen Phasen des Gebäudezyklus (Projektentwicklung, Nutzung, Umnutzung etc.) sind Sie involviert?

- Grundsätzlich in allen Phasen
- Öfters auch bei Projektentwicklungen, wie z.B. von SBB und PTT der Stadtraum HB
- Teils auch Standardbewertungen von Gebäuden in der Nutzungsphase (jährliche oder zyklische Bewertung, die gefordert ist)

4. Welche Investitionsstile resp. welche Risikoprofile Ihrer Kunden kommen in Frage? Gibt es Richtlinien / Vorschriften?

- Der häufigste Fall sind Invests im Bereich Core; die Immobilie soll im Rendite-Risikoprofil zwischen Obligationen und Aktien angesiedelt sein / Rendite zw. 4% – 5%
- Teils auch Value Added bei Projektentwicklungen, wobei auch dort darauf geachtet wird, dass das Risiko eingeschränkt bleibt (z.B. Risiko der Baubewilligung)
- Früher (ca. 1996 – 2002) hat PWC auch den opportunistischen Investor Goldmann Sax beraten, die Problemimmobilien kauften und weiterentwickelten (z.B. hohe Leerstände); ab 2002 musste das Mandat abgegeben werden, wegen der Unabhängigkeit innerhalb der PWC von anderen Mandaten

5. Welche Art von Immobilieninvestitionen (Direkt, indirekt, Fonds, Anlagestiftung, etc.) werden bevorzugt?

- Praktisch nur Direktanlagen

Teil II: Fragen zu Chancen, Risiken und Bewertung von Immobilien

6. Wo sehen Sie die wesentlichen Chancen und Risiken bei Immobilieninvestitionen?

- Chancen: Immobilien sind ein Anlagestil, in dem eine Ausgeglichene Investition gefunden werden kann, die im Risikobereich Obligationen plus (Core) mit tiefem Risiko eine mittlere und stabile Rendite generieren kann
- Risiko: Fehlinvestments, z.B. an der falschen Lage, die falsche Nutzung, das falsche Gebäudekonzept

7. Wie findet die Risikobeurteilung bei einer Immobilieninvestition statt und mit welchen Tools?

- PWC hat ein Tool mit 5 Hauptkriterien entwickelt und aus dem Raster resultiert ein Risikozuschlag für den Diskontsatz; hier werden Risiken aus Standort, Nutzung, Sonderfaktoren die objektspezifisch sind etc. analysiert
- Bei Projektentwicklung erfolgt zusätzlich zu diesem Tool die Analyse von zusätzlichen Risiken in dieser Phase (Baubewilligung, Leerstand, etc.)
- Heute werden die Risiken so weit wie möglich im Cash Flow abgebildet (früher wurde dies über den Diskontaktor getätigt); dies kann im Cash Flow schön gestaffelt und modelliert werden
- Der Risikozuschlag im Diskontfaktor ist in der Regel im 1-Prozentbereich, nur selten darüber (auch davon abhängig, dass es sich in der Regel um Core-Immobilien handelt); der Diskontsatz ist in der Regel bereits in der Basis für Immobilien bei ca. 5%.

8. Wie findet Risikomanagement in den verschiedenen Phasen von Immobilien statt?

- Eigentlich in allen Phasen findet die Beurteilung mit demselben Tool statt; bei der Projektentwicklung oder wo grössere Risiken je nach Phase oder Objekt auftreten, werden diese zusätzlich untersucht (Baugrund, Baubewilligung etc.)
- Wie schon erwähnt, es wird versucht möglichst alles im Cash Flow abzubilden

9. Welche Bewertungsmethoden kommen bei Ihnen am häufigsten zur Anwendung?

- 95 % wird mit DCF bewertet
- Auch ein Grundstück wird mittels Investitionsrechnung ähnlich einer auseinandergerissenen Residualwertberechnung mit DCF bewertet
- Es finden regelmässig Marktabklärungen über die Preisentwicklung statt (Mieten, Landwert, Baukosten, etc.), die in die Bewertung entsprechend integriert werden

10. Wie wird das Risiko in den jeweiligen Bewertungsmethoden von Immobilien berücksichtigt?

- Möglichst alles im Cash Flow, was überhaupt im Cash Flow berücksichtigt werden kann
- Was nicht im Cash Flow abgebildet werden kann und schwer quantifizierbar ist, wird im Diskontfaktor berücksichtigt
- Man rechnet meistens mit einem schlechten Fall von verschiedenen Möglichkeiten (gem. Szenarien) und schaut, dass die Rechnung immer noch aufgeht / falls z.B. der worst case eintritt, kommt es oft gar nicht zur Realisierung und es wird darauf geachtet, möglichst wenig Geld bis dahin in das Projekt investiert zu haben / je nach Risiken hat ein Projekt weniger Wert
- Heute ist es selten, dass ein Landkauf ohne Baubewilligung statt findet, normalerweise wird das Land mittels Landkaufvertrag (grundbuchamtlich beurkundet) für eine bestimmte Zeit gesichert / früher wurde oft Land auf Reserve und ohne Sicherheit eingekauft
- Heute gibt es auch den Kauf des Gesamtpackets, wie ein bewilligtes Projekt, mit Mietverträgen für Vollnutzung und einem festen Kaufpreis

11. Wie gut können Sie die Chancen und Risiken bei unterschiedlichen Investitionen in Objekte zum voraus abschätzen?

- PWC betreut die Objekte häufig in der Transaktionsphase; danach werden die Projekte nicht weiterverfolgt (nur selten); folglich findet eine Nachkalkulation vor allem hinsichtlich Transaktionsdaten statt; eine nachträgliche Auswertung der Daten ist selten, vor allem, wenn eine Transaktion schief läuft (z.B. jemand bietet höher etc.)
- Je nach Transaktion werden die Chancen und Risiken in einer Due Diligence ermittelt
- Teilweise treten grössere Abweichungen auf, häufig mit Immobilien, bei denen etwas nicht stimmt, z.B. mit hohem Leerstand oder sonst etwas aussergewöhnliches

12. Was sind besondere Erfolgsfaktoren bei Immobilieninvestitionen?

- Lage und Standort dort, wo es Zukunft hat, prosperierend ist und keine wirtschaftlichen und sonstige Probleme auftreten
- Die richtige Nutzung und diese am richtigen Standort
- Flexibilität im Gebäude, nicht nur eine mögliche Nutzungsart (z.B. in Büro freie Einteilung mit Einzelbüro, Grossraumbüro, Besprechungsmöglichkeiten etc.)

13. Was sind Zukunftstrends, die den Erfolg von Immobilieninvestitionen positiv und nachhaltig beeinflussen können?

- Immer bessere Anschliessung an den ÖV
- Nachhaltigkeit, u.a. das Thema Energie – weg von fossilen Brennstoffen
- Zukunft eines Gebäudes ist, dass es nicht mehr Energie bezieht, sondern Energie liefert (natürlich im Mittel und bezogen auf die Gesamtenergiebilanz, nicht an Spitzentagen) / hier werden technologische Errungenschaften auf uns zukommen (Sonnenenergie, Gläser etc.)

14. Wie entscheidend ist für Sie das richtige Timing (Einstieg, Ausstieg, Vermarktung etc.) einer Immobilieninvestition?

- Bei Core Investments ist das Timing ziemlich irrelevant, wenn man es über die gesamte Lebensdauer einer Immobilie betrachtet; bei Projektentwicklungen ist es beinahe unmöglich, den Markt auf 2-3 Jahre zum voraus richtig abschätzen zu können / nicht mal bei Aktien, wo man minütlich reagieren kann, hat man das Timing richtig im Griff
- Wenn der Cash Flow nicht stimmt, liegt es mehr an der Lage respektive wenn die Lage stimmt, kann es bei ungünstiger Marktlage zu einer Verzögerung kommen, bis das Objekt voll vermietet ist und den richtigen Cash Flow generiert
- Das Timing kann aber in aufsteigenden, riskanten und opportunistischen Märkten sehr wichtig sein
- In volatilen Märkte und mit kurzer Investitionsdauerabsicht wird das Timing wichtig; z.B. in London konnte ein Bürogebäude aus Schweizer Sicht 70% günstiger bezogen werden, da einer-

seits die Immobilie an Wert einbüsste und andererseits der CHF gegenüber dem Pfund stärker wurde

15. Wie entscheidend ist für Sie das Management (Kompetenz, Kenntnisse Markt, Qualität der Personen, Struktur) von Immobilieninvestition?

- Das Management ist mit Sicherheit wichtig um richtig beurteilen zu können, wer macht welche Investition und an welcher Lage, wer hat eine „gute Hand“ bei Immobilieninvestments
- Bei Wohnen ist es eine kleiner Herausforderung wie bei Büro oder Shopping-Center, also nimmt die Bedeutung mit der Komplexität und Spezifikation zu

16. Wie entscheidend ist für Sie der Endnutzer (Mieter, Bewohner, Benutzer) hinsichtlich Erfolg und was für Massnahmen werden diesbezüglich im Vorfeld getroffen?

- Der Endnutzer ist für die Platzierung am Markt sehr wichtig
- In Krisenzeiten wird viel stärker auf den Mieter geschaut, wer er ist, was für eine Bonität er hat; in Aufschwungphasen entsprechend weniger, weil man weniger Angst vor Konkursfällen hat und die Nachfragesituation für eine Nachfolgeregelung auch besser ist

17. Was ändert sich an den Finanzierungsmöglichkeiten von Immobilieninvests seit der Finanzkrise und was bewirkt dies auf die Chancen und Risiken?

- Die High-leverage-Buyer sind zurzeit alle weg; diese werden im nächsten Aufschwung wieder in irgendeiner Art und Weise kommen
- Die Finanzierung in der Schweiz ist generell sehr konservativ (für Gewerbebauten Fremdkostenanteil zwischen 60 – 80%)
- Bei konservativen Immobilieninvestitionen im Corebereich hat sich nicht viel geändert, die Banken gewährleisten da die Finanzierung nach wie vor
- Gesamtmarkt Schweiz hat sich im Vgl. zum Ausland nicht gross geändert
- Es liegt im Wesen der Finanzinstitutionen, bisher gibt es hier kaum Regulierung oder Instrumente, die diese Schwankungen verhindern könnten

---

Protokoll Interview mit Jan P. Eckert

Funktion / Firma: Managing Director, Sal. Oppenheim, Zürich

Datum: 22. Juni 2009

Was hat „Knappheit“ für einen Einfluss auf die Volatilität?

- Die Knappheit hat einen grossen Einfluss auf die Volatilität, je mehr Knappheit vorhanden ist, desto volatiler
- Die Knappheit kann verschiedene Ursachen haben, natürliche (Geographie) wie Singapore oder künstliche (Baurecht) wie z.B. London oder Zürich
- Bei totalitären Staaten ist mehr Vorsicht geboten, da können Eingriffe des Staates unberechenbar sein
- Zürich und Genf sind Städte, wo Knappheit herrscht
- Uster ist eine Stadt, die flach ist, da ist genügend Baureserve vorhanden und es wird nie zu einem grossen Wertwachstum kommen, solange Reserve vorhanden ist
- Die Geschwindigkeit der Veränderung ist in der Schweiz sehr klein im Vergleich zu Städten in den „Emerging Markets“, wie z.B. Bombay
- In Singapore gelten ganz andere Gesetze wie hier in der Schweiz. Dort waren sehr hohe Mieten üblich (vor der Finanzkrise), weil soviel Geld verdient wurde, dass die Kosten für Miete untergingen, hauptsache man konnte geschäften
- Frankfurt ist relativ flach (wenig Wertsteigerungspotenzial), weil es dort viel Flächenreserve hat. Dies ist damit zu begründen, dass die Vorschriften sehr locker sind und überall Hochhäuser gebaut werden dürfen / im Vergleich dazu hat Zürich eine strenge Bauordnung
- Bern ist flach, weil dort keine finanzkräftigen Wirtschaftszweige sind. In Bern gehen sogar die Gebäudewerte real gesehen zurück (inflationsbereinigt)

- Zürich hat eine Volatiltiät, z.B. in Oerlikon wurde 1990 CHF 570.- pro m2 und Jahr bezahlt, heute sind es CHF 250.- bis 300.-
- Berlin hat wenig Kaufkraft und viel Reserve, es fehlt der Investment-Power
- London weist ein sehr hoher Finanz-Power aus, teilweise wird soviel Geld verdient, dass die Miete schlichtweg egal ist / ähnlich ist es in Hong Kong
- Der Effekt des Leverage wird in volatilen Märkten noch gesteigert, dies kann zu sehr hohem Gewinn, aber auch zum Konkurs führen

Was sind wichtige Faktoren, wenn die verschiedenen Märkte verglichen werden?

- Die Inflation muss unbedingt berücksichtigt werden.
- Z.B. die USA haben eine viel höhere Inflation, deshalb ist die Renditeerwartung auch viel höher.
- Z.B. die Schweiz hat eine sehr geringe Inflation und eine entsprechend tiefere Renditeerwartung im Vergleich zu Nachbarländer
- Ein Vergleich zwischen verschiedenen Märkten muss real (inflationsbereinigt betrachtet werden)
- Die Währung ist ein wichtiger Faktor – in der Regel fällt der Kurs von Ländern mit einer hohen Inflation gegenüber Länder mit einer niedrigen
- Z.B. eine Nettorendite von 20% bringt nichts, wenn die Inflation 25% oder der Kurs um 25% gesunken ist
- Ein hoher Kaufpreis lässt sich nur mit einem Wachstum der Mietzinsen (Erträge) rechtfertigen.

Was sagt der Diskontsatz aus?

- Ein tiefer Diskontsatz drückt ein hohes Wachstumspotenzial aus (Wertsteigerung der Immobilie = capital growth)
- Z.B. eine Anfangsrendite von 3% oder weniger macht dann Sinn, wenn die Mietzinsen steil ansteigen / dies kann z.B. an der Bahnhofstrasse der Fall sein, wo die Mieten steiler wachsen, wie z.B. in einer Kleinstadt oder in der Peripherie
- Fazit: Die Höhe der Anfangsrendite gibt Auskunft über das prognostizierte Wachstumpotenzial
- Z.B. eine abgelegene Lagerhalle wird mit 10% Rendite gerechnet, weil das Leerstandsrisiko sehr hoch ist / dagegen ein Laden an der Bahnhofstrasse Zürich kann mit 2 – 3% gerechnet werden, weil langfristig die Mieten stark steigen werden (vgl. Total return = Income retrun + growth return)

Was haben Anlagehorizont und Timing für einen Einfluss?

- Der Anlagehorizont ist eine wichtige Komponente, je nach Dauer spielt es eine kleiner Rolle, zu welchem Zeitpunkt ich einsteige (Timing weniger wichtig)
- Achtung vor einem Downgrading, wie dies z.B. in London / USA der Fall war; wie erklärt man einem Kunden ein Verlust von 60%? So gilt in volatilen Märkten, die Nerven behalten, auch wenn es runter geht.
- Z.B. an der Börse ist der langjährige Durchschnitt bei 6 – 8%. Kurzfristig sind grosse Verzerrungen möglich, also spielt kurzfristig das Timing eine grosse Rolle, während dies langfristig weniger entscheidend ist.
- Börsenkotierte Firmen müssen quartalsmässig buchen und nach den Rechnungslegungsvorschriften müssen Immobilien entsprechend dem Marktwert bewertet werden > die Folge ist, dass in der gegenwärtigen Situation ein Verlust erscheint (hat dann Auswirkungen auf's ganze System)
- Vgl. den Kursverlauf des EPRA / NAREIT

7.2 Gewichtung der Risikofaktoren der Inverviewpartner

Hauptrisiken	Punkte (10)	Unterrisiken	Erläuterung (nicht abschliessend)	Punkte (je 10)	Total in %	Richard Hunziker	Stefan Schädle	Claudio Rudolf	Klauspeter Nüesch	Peter Jaeggi	Kurt Ritz	Marco Feusi
Gesamttotal	10.0		Gesamttotal		100%							
Markt- und Standortrisiken	2.4		Total	10.0	24%	1.0	2.6	2.9	2.0	3.0	2.5	2.5
	2.4	Konjunktur, ökonomische Entwicklung	Wirschaftskraft, Arbeitsmarkt, Kaufkraft, etc.	1.4	3.2%	1.5	2.0		1.5		0.5	
	2.4	Politische Risiken / Länderrisiken	Stabilität, Rechtssicherheit, Politik etc.	1.0	2.2%	0.3	1.0		2.0		0.5	
	2.4	Immobilienpreis- und Mietzinsentwicklung	Wachstum, Stagnation, Rückgang	2.0	4.7%	2.5	2.0		1.5		2.0	
	2.4	Demographische Entwicklung	Bevölkerungswachstum, Entwicklung einzelner Bevölkerungs- und Altersgruppen, ...	1.0	2.4%	1.5	1.0		0.5		1.0	
	2.4	Entwicklung Makro- und Mikrolage	Erschliessung, Bevölkerungssegment, Standortqualitäten, etc.	2.0	4.7%	2.5	2.0		0.5		3.0	
	2.4	Konkurrenzsituation	Standortkonkurrenz, Angebot	1.4	3.2%	0.5	1.0		2.0		2.0	
	2.4	Zinsentwicklung	Einfluss Zins auf Einnahmen / Ausgaben	0.6	1.3%	0.2	0.5		1.0		0.5	
	2.4	Inflationsrate	Überwälzung Inflation auf Erträge	0.8	1.8%	1.0	0.5		1.0		0.5	
Finanzierungsrisiken	0.7		Total	10.0	7%	0.5	0.3	0.2	1.5	1.0	0.5	1.2
	0.7	Refininanzierunsrisiko	Gewährleistung der Refinanzierung (FK, ggf. EK)	2.3	1.7%	2.5	2.0		2.7		2.0	
	0.7	Liquiditätsrisiko	Genügend Liquidität zu jeder Zeit	2.1	1.6%	2.5	1.0		2.0		3.0	
	0.7	Kreditrisiken	Kreditwürdigkeit, Kreditkonditionen	1.6	1.2%	2.5	0.0		1.3		2.5	
	0.7	Leveragrisiko	Richtiges Verhältnis Fremd-/Eigenkapital	2.4	1.8%	2.5	2.0		2.7		2.5	
	0.7	Währungsrisiko	Wechselkursrisiko	1.6	1.2%	0.0	5.0		1.3		0.0	
Erwerbsrisiko Grundstück / Gebäude	1.1		Total	10.0	11%	1.0	0.9	1.8	0.5	1.0	1.0	1.2
	1.1	Grundstücksrisiken	Kauf / Sicherung / Timing	2.3	2.4%	1.0	2.0		4.0		2.0	
	1.1	Rechtliche Risiken	Baurecht, Umweltschutz, Dienstbarkeiten, Schuld- und Pfandbriefe	1.9	2.0%	2.5	2.0		1.0		2.0	
	1.1	Umweltrisiken	Kontamination Gebäude / Boden, Emissionen, Immissionen (Lärm, E-Smog, ...)	1.8	1.9%	2.5	1.0		1.0		2.5	
	1.1	Informationsdefizitrisiko	Informationsgleichstand, Transparenz	1.0	1.1%	1.0	1.0		1.0		1.0	
	1.1	Beratungsrisiko	Mangelnde Kompetenz, richtige Leute vorort, zu optimistisch / pessimistisch	1.3	1.3%	1.5	1.0		1.0		1.5	
	1.1	Bewertungsrisiko	Übereinstimmung Bewertung mit Praxis, Sicherheit, Methode	1.9	2.0%	1.5	3.0		2.0		1.0	
Entwicklungs- und Baurisiken	2.9		Total	10.0	29%	4.5	3.0	1.7	3.0	3.0	3.5	1.5
	2.9	Planungsrisiko	Gutes Projekt bezüglich Architektur, Gebäudeeffizienz, Flexibilität, Tragkonstruktion, Gebäudetechnik, etc.	1.4	4.1%	1.5	3.0		2.8		2.5	
	2.9	Risiko der richtigen Projektvorgaben	Richtiges Mass an Projektvorgaben bezügl. Funktionalität / zukünftigen Mieter	1.3	3.8%	2.0	2.0		2.0		3.0	
	2.9	Planerrisiko	Differenzen, Streitigkeiten mit Architekt, Bauing., Gebäudetechnikplaner o. andern	0.6	1.9%	2.0	1.0		0.4		1.0	
	2.9	Baubewillgungsrisiko	Bauentscheid, Auflagen, Einsprachen Dritter	1.2	3.4%	2.0	2.0		2.0		2.0	
	2.9	Nutzersegmentrisiko	Definition richtiges Nutzersegment	0.6	1.7%	0.5	1.0		1.6		1.0	
	2.9	Vorvermietungsrisiko	Erreichung des Zielwerts an Vorvermietung / verkauf vor Baubeginn	0.7	2.0%	2.0	1.0		1.2		0.5	
	2.9	Kostenrisiken	Vorbereitungsarbeiten, Spezialarbeiten, Baukosten, Nachträge, Streitigkeiten	0.9	2.7%	2.0	4.0		2.0		1.0	
	2.9	Terminrisiken	Wettereinfluss, Probleme im Bauablauf, Verzögerungen, Lieferungen,	0.8	2.2%	2.0	1.0		2.0		2.5	
	2.9	Qualitätsrisiken	Zieldefinition, klare Vorgaben, PQM, Dauerhaftigkeit, etc.	0.8	2.4%	2.0	1.0		2.0		3.0	
	2.9	Versicherungsrisiken	Unfall, Konkurs, Naturkatastrophe, etc.	0.4	1.0%	2.0	0.0		1.0		0.5	
	2.9	Risiken mit bestehender Bausubstanz	Überraschungen bei Umbau, Denkmalpflege, Heimatschutz, etc.	0.7	1.9%	1.0	2.0		2.0		1.5	
	2.9	Baumängel- und Substanzrisiken	Abnahmen, Mängelbehebung, richtige Konstruktion, dauerhafte Konstruktion	0.6	1.6%	1.0	2.0		1.0		1.5	
Nutzungs- / Ertragsrisiken	2.0		Total	10.0	20%	2.0	2.9	2.3	1.5	1.0	2.0	2.4
	2.0	Ertragsrisiko	Mietpreise, Entwicklung Markt und Nachfrage	2.6	5.2%	1.5	3.0		2.8		3.0	
	2.0	Nutzungsrisiko	Richtiges Nutzersegment, Flexibilität	1.1	2.3%	0.5	1.0		2.0		1.0	
	2.0	Unterhalts- und Betriebsaufwandrisiko	Unterhalt zur Instandhaltung, Verwaltungsaufwand, Service, FM	1.2	2.3%	1.0	2.0		0.6		1.0	
	2.0	Instandsetzung- und Renovationsaufwand	Grössere Instandseztung, nötige Umbauten, Umnutzungskonzepte	1.3	2.6%	0.5	2.0		0.6		2.0	
	2.0	Ertragsausfallrisiko	Bonität Mieter, Leerstand	1.4	2.8%	1.5	1.0		2.0		1.0	
	2.0	Mieterrisiko	Mietvertrag, Streitigkeiten u. Probleme Mieter	0.8	1.5%	1.0	1.0		0.0		1.0	
	2.0	Image	Erscheinungsbild, Akzeptanz bei Mietern und in der Region	0.5	1.0%	0.5	0.0		1.4		0.0	
	2.0	Managementrisiken	Führungsprozess, Kompetenz, Personelle Besetzung, Struktur, Abläufe	1.3	2.6%	3.5	0.0		0.6		1.0	
	2.0	(Reserve)		0.0	0.0%	0.0	0.0		0.0		0.0	
Verwertungsrisiken	0.9		Total	10.0	9%	1.0	0.3	1.1	1.5	1.0	0.5	1.2
	0.9	Wiederverkäuflichkeit, Nachftragermarkt	Nachfragesituation, Wiederverwertbarkeit	2.5	2.4%	2.5	3.0		2.0		2.5	
	0.9	Richtiges Timing	Gute Angebote, Konkurrenz, Hochkonjunktur	2.7	2.5%	2.5	2.0		3.3		3.0	
	0.9	Werthaltigkeit, Wertsteigerung	Entspricht Kauferlös dem Wert und dem investierten Kapital	3.0	2.8%	2.5	2.0		4.0		3.5	
	0.9	Steuerliche Risiken	Transaktionssteuern (Handänderung, Teilliquidation), latente Steuern	1.8	1.7%	2.5	3.0		0.7		1.0	

Tabelle 4: Liste mit Risikofaktoren; Gewichtung durch die Interviewpartner

7.3 Checklisten Praxisbeispiele

Relevant	Irrelevant	Chancen- und Risikofaktoren	Chance (C) Risiko (R)	Erläute-rung Chance/ Risiko	Auswirkung (1 - 4)	Eintrittswahr-sch. (1 - 4)	Total	Mögl. Mass-nahmen	Auswirkung (1 - 4)	Eintrittswahr-sch. (1 - 4)	Total
TEIL I: ALLGEMEINE FAKTOREN				**TEIL I**							
		Markt- / Standortfaktoren		Markt- / Standortrisiken	**2.0**	**2.2**	**4.5**		**2.0**	**2.2**	**4.5**
x		**Konjunktur** Wirtschaft, Arbeitsmarkt, Kaufkraft		Konjunktur	-	-	-		-	-	-
	x	Politische **Stabilität** / Länderrisiken / Rechtssicherheit		Politische Stabilität	-	-	-		-	-	-
x		**Immobilienpreis-** und **Mietzins**entwicklung		Immobilienpreis- und Mietzinsentwicklung	-	-	-		-	-	-
	x	**Demographische Entwicklung** regional / lokal (Bevölkerungswachstum, Alters- und Sozialstruktur, Herkunft),	C/R	Demographische Entwicklung	2	2	**4**	Keine	2	2	**4**
x		Entwicklung **Makrolage** (Standortfaktoren, Erschliessung ÖV, PV, Arbeitsplätze, Zukunftspotenzial, etc.)	C/R	Entwicklung Makrolage	1	2	**2**	Keine	1	2	**2**
x		Entwicklung **Mikrolage** (Standortfaktoren, Nutzungs-zusammensetzung, Bevölkerung, Sicherheit, Emissionen, Verkehrsanbindung ÖV und PV, Potenzial für die Zukunft)	C/R	Entwicklung Mikrolage	2	2	**4**	Keine	2	2	**4**
x		**Konkurrenzsituation** (lokal, regional, national, international), Entwicklung Angebot und Nachfrage		Konkurrenzsituation	-	-	-		-	-	-
	x	**Zinsentwicklung** am Kapitalmarkt, Einfluss der Zinsen auf die Einnahmen und Ausgaben	C/R	Zinsentwicklung	3	3	**9**	Keine	3	3	**9**
	x	**Timing:** Wie gross kann ein guter/schlechter Zeitpunkt sein / wie lange ist Haltedauer, gibt es Optionen resp. Risiken dabei / wird stark auf Wertschöpfung gesetzt, gibt es da Risiken / Folgen eines Konjunkturumschwungs	C/R	Timing	3	2	**6**	Keine	3	2	**6**
	x	**Inflationsrate**, Einfluss auf die reale Rendite- und Gewinnbetrachtung	R	Inflationsrate	1	2	**2**	Keine	1	2	**2**
		Finanzierungsfaktoren		Finanzierungsrisiken	**3.8**	**3.3**	**12.3**		**2.8**	**3.0**	**8.3**
x		**Eigenkapital** (EK): Genügend EK vorhanden, Sicherheit EK, Fälligkeit, Vezinsungsanforderungen und -erwartung	R	Eigenkapital	3	3	**9**	Sponsoring	3	3	**9**
x		**Fremdkapital** (FK) und Leverage: FK-Quote (%), Sicherheit über Erhalt von FK, Konditionen und Bedingungen, Verzinsung (fix / variabel), Dauer, Optionen bei Ablauf Vertrag, Kreditwürdigkeit, Puffer für Unvorhergesehenes	R	Fremdkapital	4	3	**12**	Günstigeres Projekt	3	3	**9**
	x	**Refininanzierung** FK: Sicherheit / Gewährleistung der Refinanzierung, Konditionen, Alternative	R	Refininanzierung	4	4	**16**	Absicherungen	3	3	**9**
x		**Liquidität:** Risiko auf Liquiditätsengpässe, Möglichkeit von Kreditaufnahme o. Massnahmen zur Gewährleistung d.	R	Liquidität	4	3	**12**	Weniger Betriebskosten	2	3	**6**
	x	**Währung:** Verschiedene Währungen, Einfluss von Kursverlusten, Absicherung von Kursverlusten		Währung	-	-	-		-	-	-
		Managementfaktoren		Managemenrisiken	**2.9**	**2.5**	**7.3**		**1.9**	**1.9**	**3.7**
x		**Anforderungen** an das Management bezüglich diesem Projekt, Sturktur des Managements	R	Anforderungen Management	4	3	**12**	Verwaltungsrat, Controlling	2	3	**6**
x		**Qualität der Geschäftsleitung**, Fähigkeit für dieses Objekt	R	Qualität Geschäftsleitung	4	2	**8**	Verwaltungsrat, Controlling	2	2	**4**
x		**Qualität der beteiligten Mitarbeiter**, Fähigkeit für dieses Objekt	R	Qualität Mitarbeiter	2	3	**6**	MA-Evaluation	2	2	**4**
x		**Verhältnis Management - Investor** resp. Auftraggeber, ist das Vertrauen vorhanden und Kompetenz gegeben	R	Verhältnis Management - Investor	2	2	**4**	Events	2	1	**2**
x		**Referenzen**, Erfahrung aus ähnlichen Projekten, Knowhow vorhanden		Referenzen	-	-	-		-	-	-
x		**Beizug von Spezialisten:** zum richtigen Zeitpunkt, Qualität der Spezialisten	R	Beizug von Spezialisten	4	3	**12**	Frühzeitig	2	3	**6**
x		**Strukturierung der Prozesse:** Entscheidungsfindung, Zielvereinbarung, Controlling, Riskmanagement, PQM, etc.	R	Strukturierung der Prozesse	2	2	**4**	Durchsetzung, Controlling	2	1	**2**
x		**Verträge:** Sind alle Verträge geprüft, konnten Sicherheiten in Verträge berücksichtigt werden, juristisch geprüft, etc.	C/R	Verträge	2	2	**4**	Guter Anwalt als Partner	1	1	**1**
x		**Marketing:** Richtiger Zeitpunkt, richtige Medien, gutes Konzept, gute Partner, werden Nutzer angesprochen, etc.	R	Marketing	3	3	**9**	Richtiger Partner	2	2	**4**
x		**Bekanntheit** des Managements / Beziehungen zu anderen Player im Immobilienbereich / Publikationen	C/R	Bekanntheit Management	3	1	**3**	Keine	2	1	**2**
x		**Zugang zu Daten** und wichtigen Informationen	C/R	Zugang zu Daten	3	2	**6**	Richtige Partner	2	2	**4**
x		**Risikomanagement:** Wie ist das Risikoprofil (Investitionsstil), werden geeignete Tools eingesetzt, konnte das Risiko mittels Massnahmen minimiert werden, wurden Unsicherheiten erkannt und liegen Eintrittswahrscheinlichkeiten vor, wird Risikomgmt. phasengerecht eingesetzt, sind die Sicherheiten genügend (Risikobegrenzung)	C/R	Risikomanagement	3	4	**12**	Richtige Tools/Anwendung	2	3	**6**
TEIL II: FAKTOREN NACH PHASEN GEGLIEDERT				**TEIL II**							
		Erwerbsfaktoren /Kauf Grundstücks, ggf. mit Gebäude		Erwerbsrisiken	**1.8**	**2.0**	**3.6**		**1.4**	**1.6**	**2.4**
x		**Reservations- resp. Kaufsicherheit:** Zusicherungen notariell beglaubigt, Optionen für Ausstieg, Grundstückreservation oder -kaufzusage	R	Reservations- resp. Kaufsicherheit	3	2	**6**	Vertrag mit Ausstiegsklausel	2	2	**4**
	x	**Due Diligence:** Haben Abklärungen statt gefunden (Standort- und Marktanalyse, technische DD, Umwelt-DD, rechtliche DD, steuerliche DD, ökonomische, finanzielle DD), sind Unsicherheiten/Ungereimtheiten behoben	C	Due Diligence	2	3	**6**	Vollständige DD	2	2	**4**
	x	**Informationsstand:** Bestehen Informationsdefizite, müssen Massnahmen getroffen werden (Absicherung / Vertrag)	C	Informationsstand	2	1	**2**	Kommunikation	1	1	**1**
x		**Bewertung:** Gibt es Bewertungsunsicherheiten, wie ist der Preis im Verhältnis zum Risiko, wie ist der Marktpreis, ist die Bewertungsmethode geeignet, wie ausschlaggebend ist die Bewertung	R	Bewertung	1	2	**2**	Keine	1	2	**2**
	x	**Kaufvertrag:** ist dieser eingehend geprüft, juristisch gut, weist keine Lücken auf etc. (siehe auch unter Management)	R	Kaufvertrag	1	2	**2**	Prüfen v. Spezialist	1	1	**1**
		Projektentwicklungs- und Baufaktoren		Projektentwicklungs- und Baurisiken	**2.4**	**2.4**	**5.6**		**2.0**	**1.8**	**3.6**
x		**Projektqualität:** Wie gross ist der Einfluss des Projekts auf den Erfolg, stimmen Architektur / Gebäudeeffizienz / Flexibilität / technische Aspekte / Langlebigkeit	C/R	Projektqualität	2	2	**4**	Sorgfältige Evaluation	1	2	**2**
x		**Projektvorgaben:** Können wichtige Vorgaben in genügender Präzission gegeben werden, wie gross ist der Spielraum, was ist noch unbekannt, gibt es eine Zielvereinbarung, ist diese verständlich, was sind die Erwartungen	R	Projektvorgaben	2	3	**6**	Mehraugenprinzip	2	2	**4**
x		**Nachhaltigkeit:** ist die Nachhaltigkeit betreffend Ökonomie, Ökologie und Gesellschaft gegeben, sind die Aspekte Energie, Materialisierung, Unterhalts- und Instandsetzungsaufwand, Rückbau etc. berücksichtigt	R	Nachhaltigkeit	2	3	**6**	Spezialist	2	2	**4**
x		**Planungsteam:** Kompetenz, Motivation und Vertrauen vorhanden, Gefahr von Streitigkeiten unter den Beteiligten	C/R	Planungsteam	2	2	**4**	Sorgfältige Auswahl	2	1	**2**
x		**Baureife:** Wie sicher ist der Erhalt der Baureife, Einsprachersiko gibt es mögliche Massnahmenpakete, Akzeptanz	R	Baureife	3	2	**6**	Behördliche Vorabklärungen	2	2	**4**
x		**Festlegung der Nutzung:** Ist die Nutzung eindeutig oder gibt es Alternativen, stimmt vorgesehene Nutzung mit Standort überein, wie gross ist die Flexibilität verschiedener Nutzungsarten, Potenzial abgeschöpft	R	Festlegung der Nutzung	3	2	**6**	Profis einsetzen	3	2	**6**
	x	**Vorvermietung / Vorverkauf:** Wiehoch ist der Anteil an Vorvermietung resp. -verkauf, wie gross ist das Risiko dabei, gibt es Varianten resp. Massnahmen, wenn dies nicht erreicht wird		Vorvermietung / Vorverkauf	-	-	-		-	-	-
x		**Kostensicherheit:** Wie sicher ist die Endkostenprognose, wo sind Unsicherheiten vorhanden (Baugrund, Altlasten, Bestand), gibt es eine Kostengarantie (GU / TU), was ist die Folge von Kostenüberschreitungen	R	Kostensicherheit	3	3	**9**	Kostenmanagement, Vertrag	2	2	**4**
x		**Terminsicherheit:** Wie sicher ist die Terminprognose, was sind Auswirkungen von Terminverzug, gibt es Massnahmen, Einfluss externer Faktoren (Wetter, etc.)	R	Terminsicherheit	3	3	**9**	Terminmanagement, Vertrag	2	2	**4**
x		**Qualitätssicherheit:** Wie wichtig ist die Einhaltung von Qualitätsvorgaben in Bezug auf die Nutzer und auf Betriebskosten, wird ein PQM eingesetzt, werden Mängel erkannt und behoben	R	Qualitätssicherheit	2	3	**6**	Vorgaben und Ziele festlegen	2	2	**4**
x		**Versicherungen:** Sind die wichtigen Versicherungen vorhanden, was ist nicht versichert, wie gross ist das Risiko	C/R	Versicherungen	2	1	**2**		2	1	**2**
	x	**Umgang mi Bestand:** Kenntnisse der Konstruktion, wie gross ist die Unsicherheit		Umgang mi Bestand	-	-	-		-	-	-
x		**Baumängel:** Findet eine sorgfältige Übergabe aller Elemente statt, werden Baumängel kontrolliert und erledigt	R	Baumängel	2	2	**4**	Abnahmeprozess steuern	2	2	**4**
		Nutzungs- / Ertragsfaktoren		Nutzungs- / Ertragsrisiken	**3.7**	**3.5**	**12.8**		**2.7**	**3.2**	**8.7**
x		**Ertragssicherheit:** Verträge mit Mietern, Bonität resp. Ausfallwahrscheinlichkeit der Mieter, wie ist die Nachfrage, sind Erträge über/unter Markt, Absicherungen gegen Ertragsausfall, Potenzial resp. Risiken für die Zukunft	C/R	Ertragssicherheit	4	4	**16**	Profis einsetzen, Marktabklärung	3	4	**12**
x		**Nutzersegment:** ist die Nutzung richtig, stimmt die Infrastruktur, ist Potenzial vorhanden, passen die Nutzer	R	Nutzersegment	4	4	**16**	Bevölkerungsumfrage	3	4	**12**
x		**Unterhalts- und Betriebskosten:** Benchmarkvergleich, gibt es Optimierungspotenzial, stimmen die kaufmännische / technische / infrastrukturelle FM-Verträge, ist die Zufriedenheit vorhanden	R	Unterhalts- und Betriebskosten	3	4	**12**	Einbezug FM frühzeitig	2	3	**6**
x		**Instandhaltungs- und Instandsetzungkosten:** Sind grössere Sanierungen und Instandsetzungen eingeplant, ist der Zeitpunkt und -abstand für bauliche Investitionen richtig gewählt, wie ist der CAPEX	R	Instandhaltungs- und Instandsetzungkosten	3	3	**9**	Kostensicherheit frühzeitig	2	2	**4**
x		**Image:** Wie ist die Akzeptanz der Objekte in der Region/bei den Nutzern, wie ist das Erscheinungsbild	C/R	Image	4	3	**12**	Marketing	3	3	**9**
x		**Verwaltung** / Management: (siehe Managementfaktoren)	R	Verwaltung	4	3	**12**	Aktives, motiviertes Mgmt.	3	3	**9**
		Verwertungsfaktoren (Exit)		Verwertungsrisiken	**2.0**	**2.0**	**4.0**		**1.0**	**2.0**	**2.0**
	x	**Wiederverkäuflichkeit:** Wie gross ist die Nachfrage, wie gross ist die Flexibilität, wer sind potenzielle Käufer	C/R	Wiederverkäuflichkeit	2	2	**4**	Als Projektvorgabe definieren	1	2	**2**
x		**Wertsteigerung:** Wie ist die Wertsteigerung real, ist das Potenzial abeschöpft, stimmt der Kaufpreis	C/R	Wertsteigerung	2	2	**4**	Als Projektziel vorgeben	1	2	**2**
	x	**Steuern:** Sind anfallenden Steuern berücksichtigt (latente Steuer, Handänderung, Grundstücksgewinnsteuer, etc.)		Steuern	-	-	-		-	-	-
	x	**Verkäufer-Due Diligence** (vgl. unter Erwerbsfaktoren): Ist diese ausreichend gemacht, der Marktpreis bekannt		Verkäufer-Due Diligence	-	-	-		-	-	-

Tabelle 5: Checkliste / Nutzwertanalyse Mysterypark

Relevant	Irrelevant	Chancen- und Risikofaktoren	Chance (C) Risiko (R)	Erläute-rung Chance/ Risiko	Auswirkung (1 - 4)	Eintrittswahr-sch. (1 - 4)	Total	Mögl. Mass-nahmen	Auswirkung (1 - 4)	Eintrittswahr-sch. (1 - 4)	Total
TEIL I: ALLGEMEINE FAKTOREN				**TEIL I**							
		Markt- / Standortfaktoren		Markt- / Standortrisiken	**2.0**	**1.4**	**2.8**		**1.8**	**1.2**	**2.2**
x		**Konjunktur** Wirtschaft, Arbeitsmarkt, Kaufkraft	C/R	Konjunktur	2	1	**2**	Keine	2	1	**2**
	x	Politische **Stabilität** / Länderrisiken / Rechtssicherheit		Politische Stabilität	-	-	-		-	-	-
x		**Immobilienpreis-** und **Mietzins**entwicklung	C/R	Immobilienpreis- und Mietzinsentwicklung	2	2	**4**	Keine	2	2	**4**
	x	**Demographische Entwicklung** regional / lokal (Bevölkerungswachstum, Alters- und Sozialstruktur, Herkunft),		Demographische Entwicklung	-	-	-		-	-	-
x		Entwicklung **Makrolage** (Standortfaktoren, Erschliessung ÖV, PV, Arbeitsplätze, Zukunftspotenzial, etc.)	C/R	Entwicklung Makrolage	2	1	**2**	Keine	2	1	**2**
x		Entwicklung **Mikrolage** (Standortfaktoren, Nutzungs-zusammensetzung, Bevölkerung, Sicherheit, Emissionen, Verkehrsanbindung ÖV und PV, Potenzial für die Zukunft)	C/R	Entwicklung Mikrolage	2	2	**4**	Positiver Einfluss auf Mikrolage	1	1	**1**
x		**Konkurrenzsituation** (lokal, regional, national, international), Entwicklung Angebot und Nachfrage	C/R	Konkurrenzsituation	2	1	**2**	Keine	2	1	**2**
	x	**Zinsentwicklung** am Kapitalmarkt, Einfluss der Zinsen auf die Einnahmen und Ausgaben		Zinsentwicklung	-	-	-		-	-	-
	x	**Timing:** Wie gross kann ein guter/schlechter Zeitpunkt sein / wie lange ist Haltedauer, gibt es Optionen resp. Risiken dabei / wird stark auf Wertschöpfung gesetzt, gibt es da Risiken / Folgen eines Konjunkturumschwungs		Timing	-	-	-		-	-	-
	x	**Inflationsrate.** Einfluss auf die reale Rendite- und Gewinnbetrachtung		Inflationsrate	-	-	-		-	-	-
		Finanzierungsfaktoren		Finanzierungsrisiken	**2.0**	**1.3**	**2.3**		**1.3**	**1.0**	**1.3**
x		**Eigenkapital** (EK): Genügend EK vorhanden, Sicherheit EK, Fälligkeit, Vezinsungsanforderungen und -erwartung	C/R	Eigenkapital	2	1	**2**	Sponsoring, Investoren	1	1	**1**
x		**Fremdkapital** (FK) und Leverage: FK-Quote (%), Sicherheit über Erhalt von FK, Konditionen und Bedingungen, Verzinsung (fix / variabel), Dauer, Optionen bei Ablauf Vertrag, Kreditwürdigkeit, Puffer für Unvorhergesehenes	R	Fremdkapital	1	2	**2**	Tiefer Leverage	1	1	**1**
	x	**Refininanzierung** FK: Sicherheit / Gewährleistung der Refinanzierung, Konditionen, Alternative		Refininanzierung	-	-	-		-	-	-
x		**Liquidität:** Risiko auf Liquiditätsengpässe, Möglichkeit von Kreditaufnahme o. Massnahmen zur Gewährleistung d. Liquidität	R	Liquidität	3	1	**3**	Weniger Betriebskosten	2	1	**2**
	x	**Währung:** Verschiedene Währungen, Einfluss von Kursverlusten, Absicherung von Kursverlusten		Währung	-	-	-		-	-	-
		Managemenfaktoren		Managemenrisiken	**2.9**	**2.6**	**7.6**		**2.7**	**1.9**	**5.2**
x		**Anforderungen** an das Management bezüglich diesem Projekt, Sturktur des Managements	C/R	Anforderungen Management	3	3	**9**	Controlling, Gewaltentrennung	3	2	**6**
x		**Qualität der Geschäftsleitung**, Fähigkeit für dieses Objekt	C/R	Qualität Geschäftsleitung	4	2	**8**	Unabhängiger VR	3	2	**6**
x		**Qualität der beteiligten Mitarbeiter**, Fähigkeit für dieses Objekt	C/R	Qualität Mitarbeiter	3	4	**12**	MA-Evaluation	3	2	**6**
x		**Verhältnis Management - Investor** resp. Auftraggeber, ist das Vertrauen vorhanden und Kompetenz gegeben	C/R	Verhältnis Management - Investor	3	2	**6**	Events	2	2	**4**
x		**Referenzen**, Erfahrung aus ähnlichen Projekten, Knowhow vorhanden	C/R	Referenzen	3	2	**6**	Keine	3	2	**6**
x		**Beizug von Spezialisten:** zum richtigen Zeitpunkt, Qualität der Spezialisten	C/R	Beizug von Spezialisten	4	3	**12**	Frühzeitig	3	2	**6**
x		**Strukturierung der Prozesse:** Entscheidungsfindung, Zielvereinbarung, Controlling, Riskmanagement, PQM, etc.	C/R	Strukturierung der Prozesse	2	2	**4**	Durchsetzung, Controlling	2	1	**2**
x		**Verträge:** Sind alle Verträge geprüft, konnten Sicherheiten in Verträge berücksichtigt werden, juristisch geprüft, etc.	C/R	Verträge	2	3	**6**	Guter Anwalt als Partner	2	2	**4**
x		**Marketing:** Richtiger Zeitpunkt, richtige Medien, gutes Konzept, gute Partner, werden Nutzer angesprochen, etc.	C/R	Marketing	3	3	**9**	Richtiger Partner	3	2	**6**
x		**Bekanntheit** des Managements / Beziehungen zu anderen Player im Immobilienbereich / Publikationen	C/R	Bekanntheit Management	3	2	**6**	Keine	3	2	**6**
x		**Zugang zu Daten** und wichtigen Informationen	C/R	Zugang zu Daten	2	2	**4**	Richtige Partner	2	2	**4**
x		**Risikomanagement:** Wie ist das Risikoprofil (Investitionsstil), werden geeignete Tools eingesetzt, konnte das Risiko mittels Massnahmen minimiert werden, wurden Unsicherheiten erkannt und liegen Eintrittswahrscheinlichkeiten vor, wird Risikomgmt. phasengerecht eingesetzt, sind die Sicherheiten genügend (Risikobegrenzung)	C/R	Risikomanagement	3	3	**9**	Richtige Tools/Anwendung	3	2	**6**
TEIL II: FAKTOREN NACH PHASEN GEGLIEDERT				**TEIL II**							
		Erwerbsfaktoren /Kauf Grundstücks, ggf. mit Gebäude		Erwerbsrisiken	**2.0**	**1.5**	**3.0**		**1.5**	**1.5**	**2.5**
x		**Reservations- resp. Kaufsicherheit:** Zusicherungen notariell beglaubigt, Optionen für Ausstieg, Grundstückreservation oder -kaufzusage	R	Reservations- resp. Kaufsicherheit	2	1	**2**	Öffentlichkeitsarbeit	1	1	**1**
	x	**Due Diligence:** Haben Abklärungen statt gefunden (Standort- und Marktanalyse, technische DD, Umwelt-DD, rechtliche DD, steuerliche DD, ökonomische, finanzielle DD), sind Unsicherheiten/Ungereimtheiten behoben		Due Diligence	-	-	-		-	-	-
	x	**Informationsstand:** Bestehen Informationsdefizite, müssen Massnahmen getroffen werden (Absicherung / Vertrag)		Informationsstand	-	-	-		-	-	-
x		**Bewertung:** Gibt es Bewertungsunsicherheiten, wie ist der Preis im Verhältnis zum Risiko, wie ist der Marktpreis, ist die Bewertungsmethode geeignet, wie ausschlaggebend ist die Bewertung	C/R	Bewertung	2	2	**4**	Keine	2	2	**4**
	x	**Kaufvertrag:** ist dieser eingehend geprüft, juristisch gut, weist keine Lücken auf etc. (siehe auch unter Management)		Kaufvertrag	-	-	-		-	-	-
		Projektentwicklungs- und Baufaktoren		Projektentwicklungs- und Baurisiken	**3.0**	**2.9**	**9.0**		**2.3**	**2.1**	**4.9**
x		**Projektqualität:** Wie gross ist der Einfluss des Projekts auf den Erfolg, stimmen Architektur / Gebäudeeffizienz / Flexibilität / technische Aspekte / Langlebigkeit	C/R	Projektqualität	4	3	**12**	Sorgfältige Evaluation	3	2	**6**
x		**Projektvorgaben**: Können wichtige Vorgaben in genügender Präzission gegeben werden, wie gross ist der Spielraum, was ist noch unbekannt, gibt es eine Zielvereinbarung, ist diese verständlich, was sind die Erwartungen	R	Projektvorgaben	4	4	**16**	Mehraugenprinzip	3	3	**9**
x		**Nachhaltigkeit:** ist die Nachhaltigkeit betreffend Ökonomie, Ökologie und Gesellschaft gegeben, sind die Aspekte Energie, Materialisierung, Unterhalts- und Instandsetzungsaufwand, Rückbau etc. berücksichtigt	R	Nachhaltigkeit	2	3	**6**	Spezialist	2	2	**4**
x		**Planungsteam:** Kompetenz, Motivation und Vertrauen vorhanden, Gefahr von Streitigkeiten unter den Beteiligten	C/R	Planungsteam	4	3	**12**	Sorgfältige Auswahl	3	2	**6**
x		**Baureife:** Wie sicher ist der Erhalt der Baureife, Einspracherisiko gibt es mögliche Massnahmenpakete, Akzeptanz	R	Baureife	3	3	**9**	Behördliche Vorabklärungen	2	3	**6**
x		**Festlegung der Nutzung:** Ist die Nutzung eindeutig oder gibt es Alternativen, stimmt vorgesehene Nutzung mit Standort überein, wie gross ist die Flexibilität verschiedener Nutzungsarten, Potenzial abgeschöpft	C/R	Festlegung der Nutzung	3	4	**12**	Profis einsetzen	2	2	**4**
	x	**Vorvermietung / Vorverkauf:** Wiehoch ist der Anteil an Vorvermietung resp. -verkauf, wie gross ist das Risiko dabei, gibt es Varianten resp. Massnahmen, wenn dies nicht erreicht wird		Vorvermietung / Vorverkauf	-	-	-		-	-	-
x		**Kostensicherheit:** Wie sicher ist die Endkostenprognose, wo sind Unsicherheiten vorhanden (Baugrund, Altlasten, Bestand), gibt es eine Kostengarantie (GU / TU), was ist die Folge von Kostenüberschreitungen	C/R	Kostensicherheit	3	3	**9**	Kostenmanagement, Vertrag	3	2	**6**
x		**Terminsicherheit:** Wie sicher ist die Terminprognose, was sind Auswirkungen von Terminverzug, gibt es Massnahmen, Einfluss externer Faktoren (Wetter, etc.)	C/R	Terminsicherheit	2	3	**6**	Terminmanagement, Vertrag	2	2	**4**
x		**Qualitätssicherheit:** Wie wichtig ist die Einhaltung von Qualitätsvorgaben in Bezug auf die Nutzer und auf Betriebskosten, wird ein PQM eingesetzt, werden Mängel erkannt und behoben	C/R	Qualitätssicherheit	3	3	**9**	Vorgaben und Ziele festlegen	2	3	**6**
x		**Versicherungen:** Sind die wichtigen Versicherungen vorhanden, was ist nicht versichert, wie gross ist das Risiko	C/R	Versicherungen	2	1	**2**	Broker anstellen	1	1	**1**
	x	**Umgang mi Bestand:** Kenntnisse der Konstruktion, wie gross ist die Unsicherheit		Umgang mi Bestand	-	-	-		-	-	-
x		**Baumängel:** Findet eine sorgfältige Übergabe aller Elemente statt, werden Baumängel kontrolliert und erledigt	R	Baumängel	3	2	**6**	Abnahmeprozess steuern	2	1	**2**
		Nutzungs- / Ertragsfaktoren		Nutzungs- / Ertragsrisiken	**2.7**	**2.7**	**7.3**		**2.2**	**2.2**	**4.7**
x		**Ertragssicherheit:** Verträge mit Mietern, Bonität resp. Ausfallwahrscheinlichkeit der Mieter, wie ist die Nachfrage, sind Erträge über/unter Markt, Absicherungen gegen Ertragsausfall, Potenzial resp. Risiken für die Zukunft	C/R	Ertragssicherheit	2	2	**4**	Profis einsetzen, Marktabklärung	2	1	**2**
x		**Nutzersegment:** ist die Nutzung richtig, stimmt die Infrastruktur, ist Potenzial vorhanden, passen die Nutzer	R	Nutzersegment	3	2	**6**	Bevölkerungsumfrage	2	2	**4**
x		**Unterhalts- und Betriebskosten:** Benchmarkvergleich, gibt es Optimierungspotenzial, stimmen die kaufmännische / technische / infrastrukturelle FM-Verträge, ist die Zufriedenheit vorhanden	C/R	Unterhalts- und Betriebskosten	3	4	**12**	Einbezug FM frühzeitig	2	3	**6**
x		**Instandhaltungs- und Instandsetzungkosten:** Sind grössere Sanierungen und Instandsetzungen eingeplant, ist der Zeitpunkt und -abstand für bauliche Investitionen richtig gewählt, wie ist der CAPEX	C/R	Instandhaltungs- und Instandsetzungkosten	3	3	**9**	Kostensicherheit frühzeitig	3	2	**6**
x		**Image:** Wie ist die Akzeptanz der Objekte in der Region/bei den Nutzern, wie ist das Erscheinungsbild	C/R	Image	3	3	**9**	Marketing	2	3	**6**
x		**Verwaltung** / Management: (siehe Managementfaktoren)	C/R	Verwaltung	2	2	**4**	Aktives, motiviertes Mgmt.	2	2	**4**
		Verwertungsfaktoren (Exit)		Verwertungsrisiken	**2.0**	**1.0**	**2.0**		**2.0**	**1.0**	**2.0**
	x	**Wiederverkäuflichkeit:** Wie gross ist die Nachfrage, wie gross ist die Flexibilität, wer sind potenzielle Käufer		Wiederverkäuflichkeit	-	-	-		-	-	-
x		**Wertsteigerung:** Wie ist die Wertsteigerung real, ist das Potenzial abeschöpft, stimmt der Kaufpreis	C/R	Wertsteigerung	2	1	**2**	Keine	2	1	**2**
	x	**Steuern:** Sind anfallenden Steuern berücksichtigt (latente Steuer, Handänderung, Grundstücksgewinnsteuer, etc.)		Steuern	-	-	-		-	-	-
	x	**Verkäufer-Due Diligence** (vgl. unter Erwerbsfaktoren): Ist diese ausreichend gemacht, der Marktpreis bekannt		Verkäufer-Due Diligence	-	-	-		-	-	-

Tabelle 6: Checkliste / Nutzwertanalyse KKL

Literaturverzeichnis

Aberer, H. (2009): European Real Estate Vehicles. Unveröffentlichtes Skript des Studiengangs 2008/09, CUREM AG. Zürich, 2009.

Ammann, A. (2008): Einführung in die Immobilienbewertung, Überblick und Definition, Sachwert. Unveröffentlichtes Skript des Studiengangs 2008/09, CUREM AG. Zürich, 2008

Baumeister, A. (2004): Risikomanagement bei Immobilieninvestments. Wiesbaden: Deutscher Universitäts-Verl. 2004.

CUREM, hrsg. Bahn, C. (2009): Immobilienwirtschaft aktuell. Die Immobilienbewertung in der Schweiz – Entwicklung, Gegenwart, Auswirkung. Zürich: vdf Hochschulverl. 2009.

Eckert, J. (2008): Rechnungslegung und Bewertung von Immobilienanlagegefässen. Unveröffentlichtes Skript des Studiengangs 2008/09, CUREM AG. Zürich, 2008.

ECOPLAN, Autoren: Sommer, H. / Marti, M. / Oleschak, R. / Fahrländer Partner, Autoren: Fahrländer, S. / Matter, D. (2007): EFICAS – Langfristige Perspektiven im Schweizer Immobilienmarkt. (Hrsg.) Pensimo Management AG. Zürich 2007.

Fierz, K. (2005): Der Schweizer Immobilienwert. 5. Aufl. Zürich, Basel, Genf: Schulthess Juristische Medien AG, 2005.

Fischer, M. / Hügle, K. (2008): Klassische Immobilienfinanzierung. Unveröffentlichtes Skript des Studiengangs 2008/09, CUREM AG. Zürich, 2008

Gerlach, H. / Hieronymus, J. / Schwatlo, W. / Tewes, K. / Völker, H. (1988): Die Gewerbeimmobilie als Kapitalanlage. 2. aktualisierte Auflage. Freiburg i. Breisgau: Rudolf Haufe Verl. 1988.

Gleissner, W. / Füser, K. (2003): Leifaden Rating – Basel II: Rating-Strategien für den Mittelstand. 2. überarbeitete und erweiterte Auflage. München: Verl. Franz Vahlen, 2003.

Gondring, H. (2007): Methoden und Techniken der Risikomessung bei Immobilieninvestitionen. München: R. Oldenbourg Verlag, 2007.

Hausmann, U. (2008): Standort- und Marktratings für Immobilien. Unveröffentlichtes Skript des Studiengangs 2008/09, CUREM AG. Zürich, 2008.

Hilber, C. / Mayer, C. (2009): Why do housholds without children support local public scholls? Linking house price capitalization to school spending. In Journal of Urban Economics 65, 2009.

Kaluscha, U. (2008): Der Vier-Quadranten Ansatz. Unveröffentlichtes Skript des Studiengangs 2008/09, CUREM AG. Zürich, 2008.

Kenzelmann, A. / Masarik, S. / Wegmann, M. (2007): Messung und Beurteilung des Risikos im Rahmen von Immobilien-Projektentwicklungen. Masterthesis: Zürcher Fachhochschule, Hochschule für Wirtschaft Zürkch (HWZ). Zürich, 2007.

KUB (Kammer Unabhängiger Bauherrenberater) **/ ETHZ / Hochschule Luzern / SVIT** (Swiss Real Estate School) **(2009):** Immobilienmanagement. Handbuch für Immobilienentewicklung, Bauherrenberatung, Immobilienbewirtschaftung. Zürich: Schulthess Verl. 2009.

Lindner, R. (2009): Praxis des Immobilien Investment Managements (inkl. ALM). Unveröffentlichtes Skript des Studiengangs 2008/09, CUREM AG. Zürich, 2009.

Loderer, C. et. al. (2007): Handbuch der Bewertung – Praktische Methoden und Modelle zur Bewertung von Projekten, Unternehmen und Strategien. 4. Auflage. Zürich: Verl. Neue Zürcher Zeitung, 2007.

Loepfe, A. (2008): Der CUREM-Ansatz. Unveröffentlichtes Skript des Studiengangs 2008/09, CUREM AG. Zürich, 2008.

Lutz, U. / Klaproth, T. (2004): Riskmanagement im Immobilienbereich, technische und wirtschaftliche Risiken. Berlin/Heidelberg: Springer Verlag, 2004.

Maier, K. (2004): Risikomanagement im Immobilien- und Finanzwesen. 2. überarbeitete und erweiterte Auflage. Frankfurt am Main: Fritz Knapp Verl. 2004.

Meyer, P. (1999): Gesamtleitung von Bauten, ein Lehrbuch der Projektsteuerung. Zürich: vdf Hochschulverlag, 1999.

Nüesch, K. (2009): Emotionalisierte Räume. Unveröffentlichtes Skript des Studiengangs 2008/09, CUREM AG. Zürich, 2009.

Patel, K. (2008): Real Estate Space & Asset Markets. Unveröffentlichtes Skript des Studiengangs 2008/09, CUREM AG. Zürich, 2008.

Pedrazzini, L. / Micheli, F. (2002): Der Preis von Immobilien. Zürich: Versus Verl. 2002.

Pfister, S. (2008): Aufbau und Durchführung der Real Estate Due Diligence. Unveröffentlichtes Skript des Studiengangs 2008/09, CUREM AG. Zürich, 2009.

Poorvu, W. / Cruikshank, J. (1999): The Real Estate Game – The Intelligent Guide to Decision-Making and Investment. New York: The Free Press, 1999.

RICS, (2007): The Royal Institution of Chartered Surveyors; Swiss Valuation Standards (SVS). Zürich: vdf Hochschulverlag, 2007.

Ritz, K. (2008): Ertragswert- & DCF-Methode. Unveröffentlichtes Skript des Studiengangs 2008/09, CUREM AG. Zürich, 2008.

Ropeter, S. (2002): Investitionsanalyse für Gewerbeimmobilien. Bd. 5. Köln: Rudolf Müller GmbH, 2002.

Ropeter, S. (2008): Investitionsanalyse und Cashflow-Modellierung für Immobilien. Unveröffentlichtes Skript des Studiengangs 2008/09, CUREM AG. Zürich, 2008.

Schulte, K.-W. (1986): Wirtschaftlichkeitsrechnung. 4. Aufl., Heidelberg/Wien, 1986.

Schulte, K.-W. et al. (2005): Immobilienökonomie, Band I, Betriebswirtschaftliche Grundlagen. 3. Auflage. München: Oldenbourg Verl. 2005.

Schwartz, O. (2006): Anwendung der DCF-Methode zur Immobilienbewertung. Masterthesis: Center of Urban Real Estate Management (CUREM). Zürich, 2006.

Scognamiglio, D. (2008): Immobilienbewertungsmethoden und Benchmarking. 4. Aufl. Wittenbach: HEV (Hauseigentümerverband Schweiz) Verl. 2008.

Theus, G. (2009): Finanzkennzahlen für Immobilien. Unveröffentlichtes Skript des Studiengangs 2008/09, CUREM AG. Zürich, 2009.

Wellner, K. (2009): Theorie des Immobilien Investment Managements. Unveröffentlichtes Skript des Studiengangs 2008/09, CUREM AG. Zürich, 2009.

Wolfram, R. (2007): Commercial real estate price risk: A risk management approach using capital markets. Master-Arbeit Universität St. Gallen. St. Gallen, 2007.

Wüest & Partner (2009): Immo-Monitoring. Frühlingsausgabe 2009 / 2. Zürich: Verlag W&P, 2009.

Ehrenwörtliche Erklärung

Ich erkläre hiermit, dass ich die vorliegende Masterthesis

„Analyse unterschiedlicher Risikofaktoren und deren Einfluss auf die Werthaltigkeit von Renditeliegenschaften“

selbst angefertigt habe. Die aus fremden Quellen direkt oder indirekt übernommenen Gedanken sind als solche kenntlich gemacht.

Die Arbeit wurde bisher keiner anderen Prüfungsbehörde vorgelegt und auch nicht veröffentlicht.

Wettswil, den 14. August 2009

Unterschrift