

## Bewertung von Immobilien im Lichte von Covid-19

# Wenig Erschütterungen

Das schwache Wirtschaftswachstum der Vorjahre wurde durch Covid-19 abrupt in eine Rezession umgewandelt. Die meisten Immobilienanlagen wurden und werden durch die Krise nur wenig tangiert.

## IN KÜRZE

Wohnen bleibt das beliebteste Segment bei institutionellen Investoren und leidet kaum unter der Krise. Während sich bei Büros die Perspektiven erst eintrüben, sieht es in Teilen des Verkaufs bereits düster aus.

Nach einer anfänglichen Verunsicherung bei kotierten Immobiliengesellschaften und Fonds im März ist in diesem Segment wieder Ruhe eingekehrt. Diese Ruhe ist unter anderem den stabilen Bewertungen der Immobilien im Portfolio und den Sensitivitätsanalysen, die von den kotierten Immobiliengefässen publiziert wurden, zu verdanken.

Die situationsbedingten Mietzinsausfälle sind an den Immobilienbewertungen vorbeigegangen, und Effekte auf Renditeerwartungen respektive die Kapitalisierung können nur sehr selektiv beobachtet werden (siehe dazu Kasten).

## Schlägt sich die Krise in den Bewertungen nieder?

Direkte Immobilienanlagen in den Portfolios der institutionellen Investoren werden in der Regel nur ein- bis zweimal pro Jahr bewertet. In der Bewertung geht man von prospektiven Cashflows aus.

Für die Mehrheit der Anlagegefässe war die letzte Bewertung per Dezember 2019, also noch ohne jeglichen Einfluss der krisenbedingten strukturellen Veränderungen und aussergewöhnlichen Mietzinsausfälle. Nächster Bewertungstermin ist der 30. Juni, der erste Schock ist bereits überstanden, und es werden kaum noch weitere Mietzinssenkungen gewährt. Somit blieben die prospektiven Cashflows der Immobilien und die Marktwerte von den Mietzinsausfällen verschont.

Aus unserem Einblick in die vielen Portfolios, die wir entweder selber bewerten oder als Audit-Experte beurteilen, zeigen sich für die Halbjahresabschlüsse in der Immobilienwelt keine Verwerfungen. Wohnliegenschaften haben mehrheitlich nochmals an Wert

gewonnen, kommerziell genutzte Liegenschaften haben im Schnitt eine leichte Abwertung erfahren. Über alles wurden stabile bis positive Aufwertungseffekte verzeichnet.

## Klareres Bild zur Jahresmitte

Die Bewerter haben in den letzten Monaten keine einfache Aufgabe gehabt. Es gab kaum eine ausreichende Evidenz, um genaue Einschätzung der corona-bedingten Wertschwankungen machen zu können. Das Transaktionsvolumen 2020 liegt weit unter dem bereits schwachen Vorjahr 2019. Die transaktionsarmen Monate Januar und Februar sind noch schwächer ausgefallen als 2019 und auch von März bis Mai blieb das Transaktionsvolumen bescheiden, bis auf den öffentlich bekannten Deal von Globus, der das Transaktionsvolumen als Einmaleffekt angehoben hat.

Obwohl die Transaktionstätigkeit im Juni wieder zunehmen konnte und ein deutlich aktiverer Sommer erwartet wird, gibt es kaum Fakten, die klar für eine Abwertung sprechen würden. Darauf beziehen sich auch die Bewerter in ihren Disclaimern.

Die internationale Bewertungspraxis, angeleitet von IVSC und RICS, hat den Bewertern in den turbulenten Frühlingsmonaten empfohlen, sich auf eine erhöhte, sogar signifikante oder wesentliche Unsicherheit am Markt zu berufen und die Aussagekraft der Bewertungen einzuschränken. Dies wurde in die Praxis der Bewerter auch in der Schweiz umgesetzt, besonders wenn es um Akquisitionsbewertungen im unsicheren Marktumfeld ging.

Für die aktuellen Halbjahresabschlüsse ist dies aber keine gute Lösung.



**Marie Seiler**

MRICS, CFA,

Head Real Estate Advisory,  
Partner PwC

Sobald die Aussagekraft der Bewertung mit «wesentlicher» oder «signifikanter» Unsicherheit eingeschränkt ist, kann der Auditor die Richtigkeit der Zahlen im Abschluss respektive die Höhe des NAV (siehe Kasten) nicht bestätigen.

Wir haben diese Problematik intern mit den Experten aus dem Audit diskutiert. Während wir als Bewerter einem erhöhten Risiko einer Fehleinschätzung ausgesetzt sind, benötigt der Auditor trotzdem eine klare Aussage.

Die Wiederbelebung des Immobilientransaktionsmarktes sowie die klaren

Entscheide über die Stundungen und Mietzinsverluste kamen genau rechtzeitig, um die Wertaussagen besser eingrenzen zu können. Entsprechend konnten wir Bewerter nicht nur die wenigen erfolgten und aktuell laufenden Transaktionen interpretieren, sondern auch die volkswirtschaftliche Entwicklung und die Konsequenzen für die einzelnen Marktsegmente beobachten und entsprechende Rückschlüsse auf die Investorenpräferenz und Cashflow-Effekte ziehen. Pünktlich zum Halbjahresabschluss konnten die Disclaimer mehrheitlich auf eine «leichte» Unsicherheit abgeschwächt werden, und die Aussagekraft der Bewertungen hat sich erneut erhärtet.

### Wie sind die Segmente betroffen?

#### Wohnen

Die Vorsorgegelder sind in der Schweiz stark im Wohnsegment investiert. Wohnungsmieten wurden am wenigsten durch coronabedingte Mietzinsausfälle betroffen und werden entsprechend einmal mehr als krisensicher bestätigt. Demzufolge ist auch die Präferenz für Wohnimmobilienanlagen weiter angestiegen, und die Renditeanforderungen der Investoren sind seit Dezember 2019 nochmals leicht gesunken. Als Bewerter haben wir die Kapitalisierungssätze für Wohnliegenschaften daher je nach Lage um bis zu 15 Basispunkte gesenkt und die meisten Wohnlieg-

schaften an guten Lagen entsprechend aufgewertet.

#### Büro

Auch Büroliegenschaften sind eine beliebte Immobilienanlage und machen einen wesentlichen Teil des Immobilienportfolios aus. Büroliegenschaften haben im ersten Halbjahr 2020 kaum Leerstände erlitten. Die meisten Betriebe konnten ihre Tätigkeit in Homeoffice-Strukturen fortführen, und obwohl die Büroliegenschaften leer standen, wurden kaum Mietzinssenkungsbegehren eingereicht. Die Cashflows waren in der ersten Jahreshälfte nahezu sicher.

Trotzdem blieben Büroliegenschaften nicht verschont. Während kaum kurzfristige negative Effekte zu verzeichnen sind, wurde der strukturelle Wandel um mehrere Jahre beschleunigt. Homeoffice ist nicht nur salonfähig geworden, sondern auch eine willkommene Sparmassnahme, die zudem auf breite Zustimmung der Mitarbeiter stösst. Entsprechend wird der Flächenexpansion durch Corona ein Vollstopp erteilt. Die meisten Unternehmen sitzen auf viel zu viel Fläche und können eine spätere Belegung der Wirtschaft meistern, ohne weitere Flächen dazuzumieten.

Während Innenstadtlagen interessant bleiben dürften, werden Backoffice-Lagen in den Agglomerationsgürteln der Grossstädte unter Druck kommen. Wir

### Net Asset Value (NAV)

Der Net Asset Value (Nettoinventarwert) der Schweizer Immobilienanlagen wird durch die externen Bewertungen massgeblich beeinflusst. Vereinfacht dargestellt ist der NAV die Summe aller zu Marktwerten bewerteten Assets, also Immobilien im Portfolio, abzüglich aller Schulden und Verbindlichkeiten. Wenn wesentliche Unsicherheiten auf dem Markt bestehen, schränken die externen Bewerter die ermittelten Marktwerte signifikant ein und die Aussagekraft deren Gutachten ist nicht mehr gegeben. Dies hatte die Immobilienmärkte in diesem Frühling teils eingeschränkt. Folglich wurden manche Kapitalmarkttransaktionen wie Kapitalerhöhungen aufgeschoben. Die seit (Früh-) Sommer wieder laufenden Transaktionen sowie die klaren Entscheidungen zu Stundungen und Mietzinsausfällen haben die Situation auf dem Markt normalisiert.

WERBUNG

PUBLICITÉ



# vps.epas-Labor

## Finanzielle Führung von Pensionskassen

Eintägiger Workshop über chancen- und risikoorientierte Führung:

Wo sind die zentralen Risiken?

Wie werden sie überwacht und gesteuert?

**Donnerstag, 24. September 2020, Zürich**

Infos und  
Anmeldung unter  
[vps.epas.ch](https://vps.epas.ch)

berücksichtigen solche Effekte bereits in unseren Bewertungen, indem wir einerseits die Marktmieten realistisch tiefer einschätzen und andererseits die Kapitalisierungssätze kritisch überdenken.<sup>1</sup>

#### Verkauf

Die Verkaufsnutzung ist aktuell die Schattenseite des Immobilienmarktes, und die Marktmieten müssen neu beurteilt werden. Dabei ist es wichtig, klar zu unterscheiden: Während Food-Segment und Nahversorgung durch die zweimonatige Grenzschliessung und ein reduziertes Restaurationsangebot profitiert haben, ist das Non-Food-Segment an dezentralen Lagen im Epizentrum der Krise. Demzufolge sprechen Investoren

im stabilen Bereich Food nicht mehr vom klassischen Retail, und die Nahversorgungsbetriebe werden aus der Diskussion um strukturellen Wandel im Verkaufssegment herausgehalten.

Positiv werden auch nach wie vor High-Street-Lagen und etablierte, gut funktionierende Shoppingcenter beurteilt. Viele andere Retail-Investments sind heutzutage nur als opportunistische Anlage handelbar. Gemäss Credit Suisse haben Detailhandel und Gastronomie einen Ausfall von bis zu 20 Prozent des jährlichen Umsatzes erfahren. Ein solcher Einbruch ist schwer nachzuholen und wird die Marktmieten im Retail-Segment entsprechend negativ beeinflussen.

Die meisten Immobilienmanager werden kurz- und mittelfristig den Retail-Anteil nicht weiter ausbauen, sondern sogar reduzieren. Dies beeinflusst

nebst den tieferen Marktmieten auch die Kapitalisierungssätze. Wir haben in Extremfällen die Kapitalisierungssätze für strukturell problematische Retail-Objekte um bis zu 35 Basispunkte angehoben.

Es ist hier jedoch anzumerken, dass der Anteil der problematischen Retail-Liegenschaften in den meisten Portfolios der institutionellen Immobilieninvestoren sehr gering ist und nur wenig Einfluss auf die Gesamtperformance des Portfolios haben wird.

#### Ein insgesamt positives Bild

Über alle Immobilienanlagen sehen wir ein stabiles bis positives Bild. Die tiefen Zinsen bilden nach wie vor einen Floor für die Marktwerte und machen das Investieren in Immobilienanlagen heute wie vor acht Monaten sehr attraktiv. |

<sup>1</sup> Mehr zur Zukunft des Büromarkts Schweiz lesen Sie im Akzentteil der Novemberausgabe der «Schweizer Personalvorsorge».



## Und was haben Sie davon?

Im Jahr 2050 könnte mehr Plastik im Meer schwimmen als Fische<sup>1</sup>: Solche Hochrechnungen zeigen, wie gross der Bedarf an effizientem Wasser- und Abfallmanagement ist. Ein Beispiel, das beweist, dass Nachhaltigkeit ein Megatrend der Zukunft ist.

Fidelity identifiziert und analysiert solche Chancen und bündelt sie in aktiv gemanagten Strategien. Erfahren Sie, wie Fidelity Sie unterstützen kann, Ihr Portfolio nachhaltig zukunftsfähig zu gestalten – sei es über Wasser- und Abfallmanagement oder mit dem Fokus auf CO2-Reduzierung.

[www.fidelity.ch](http://www.fidelity.ch)

**Fischers Fritz fischt  
altes Plastik.  
Echt jetzt?**

**Echt.  
Jetzt.**

<sup>1</sup> Quelle: Fidelity International, 30.09.2019. Der Vergleich bezieht sich auf das Gewicht. **Wichtige Informationen:** Diese Information darf ohne vorherige Erlaubnis weder reproduziert noch verbreitet werden. Fidelity veröffentlicht ausschliesslich produktbezogene Informationen und gibt keine an den persönlichen Verhältnissen des Kunden ausgerichtete Anlageempfehlungen, ausser wenn dies von einer entsprechend ermächtigten Firma in einer formellen Mitteilung mit dem Kunden verlangt wird. Die Unternehmensgruppe Fidelity International bildet eine weltweit aktive Organisation für Anlageverwaltung, die in bestimmten Ländern ausserhalb Nordamerikas Informationen über Produkte und Dienstleistungen bereitstellt. Diese Kommunikation richtet sich nicht an Personen innerhalb der Vereinigten Staaten von Amerika und darf nicht von Ihnen als Handlungsgrundlage verwendet werden. Diese Kommunikation ist ausschliesslich an Personen gerichtet, die in Jurisdiktionen ansässig sind, in denen die betreffenden Fonds zum öffentlichen Vertrieb zugelassen sind oder in denen eine solche Zulassung nicht verlangt ist. Alle angegebenen Produkte und alle geäusserten Meinungen sind, falls keine anderen Quellen genannt werden, die von Fidelity International, Fidelity, Fidelity International, das Logo Fidelity International und das Symbol F sind eingetragene Warenzeichen von FIL Limited. Herausgeber: FIL Investment Schweiz AG, 20CH0808