

## Immobilienmarkt Schweiz

**Knappe Investitionsobjekte?** Immer wieder wird ein eigentlicher **Anlagenotstand bei Immobilien** festgestellt. Investoren beklagen, dass «brauchbare Objekte» auf dem Markt kaum zu finden seien. Bei einer genauen Betrachtung scheint das Problem teilweise hausgemacht.



Zum Autor

Andreas Loepfe MRICS ist verantwortlich für das Portfolio-Management der Anlagegruppe Immobilien – Wohnen Schweiz der «Zürich»-Anlagestiftung. Seit fünf Jahren ist er Leiter Real Estate Research & Strategies von Zurich, seit drei Jahren zudem Senior Portfolio Manager der Immobilienanlagen der «Zürich»-Anlagestiftung.

Gemäss Bundesamt für Statistik gab es im Jahr 2000 in der Schweiz alleine im Sektor Wohnen 1,46 Mio. Gebäude. Davon waren immerhin 228 000 als Mehrfamilienhäuser aufgeführt und damit potenzielle Investitionsobjekte. Die Liegenschaften repräsentieren dabei enorme Werte. Der Wert der gebauten Umwelt liegt auch ohne Infrastrukturbauten über der Summe der Börsenkapitalisierung aller Unternehmen; Im Jahre 2002 betrug dieser Marktwert sämtlicher Schweizer Immobilien 1750 Mrd. CHF, die Kapitalisierung der SWX-kotierten Aktien und Unternehmensanleihen etwa 1000 Mrd. CHF. Grundsätzlich sind Anzahl und Wert der Immobilien in der Schweiz also immens. Dennoch scheinen sie für Investoren oft beklagenswert knapp zu sein.

### Investoren suchen «attraktive Objekte»

Aus ökonomischer Sicht ist eine Liegenschaft für einen Investor attraktiv, solange der heutige Wert des künftigen Nutzens ihren Preis nicht übersteigt (Net present value). Selten wird beachtet, dass dieser Gegenwartswert von der Fähigkeit abhängt, durch Finanzierung, Bewirtschaftung oder Entwicklung mit einer bestimmten Immobilie Nutzen und Mehrwert zu schaffen. Wie in anderen Branchen strebt jeder Unternehmer/Investor danach, bestimmte strategische Fähigkeiten zur Wertschöpfung zu entwickeln. Diese werden auch als «Best Owner»-Qualitäten beschrieben. Da der «Best Owner» einer Immobilie den meisten Nutzen aus ihr ziehen wird, ist sein Gegenwartswert dieser Nutzen und mithin seine Zahlungsbereitschaft dafür am höchsten. Es besteht also ein Unterschied zwischen dem allgemeinen Marktwert und dem subjektiven Investitionswert der Investoren (Investment value), der sich aus deren individueller strategischer Fähigkeit und Ausrichtung ergibt.

### Zu wenige «Best Owner»

Warum sind also trotz der immensen Menge und Vielfalt von Immobilien zu wenig «brauchbare Objekte» auf dem Markt? Eine Antwort gibt der erwähnte «Best Owner»-Ansatz: Weil zu viele Investoren zu wenig «Best Owner»-Qualitäten haben, sich daher nicht von anderen Marktteilnehmern abheben und dieselben «traditionellen Objekte zu traditionellen Preisen» suchen. Die Preise dieser Anlagen steigen jedoch tendenziell so weit, bis sie sich der individuellen Zah-



lungsbereitschaft der mutmasslichen «Best Owner» nähern und nur noch für diese erschwinglich sind. Alle übrigen Investoren finden keine «brauchbaren Objekte». Alle übrigen «weniger traditionellen» Immobilien ihrerseits finden keine «Best Owner» und werden mithin kaum gehandelt. Abgesehen von Zeitverzögerungen bei der Preisanpassung (Glättungseffekte der Liegenschaftsbewertung) und bei den unterschiedlichen Eigentümerstrukturen (Corporate/Public/Private) erweist sich der Anlagenotstand demnach letztlich als Kompetenznotstand vieler Investoren: Immobilien gäbe es genug, es fehlen die entsprechend spezialisierten Investoren.

Der «Best Owner»-Ansatz rät also zur Differenzierung von der Konkurrenz. Dies kann durch den Aufbau immobilien-spezifischer Managementfähigkeiten geschehen. Das aktuelle Stichwort hierzu lautet Professionalisierungsschub in der Immobilienbranche. Beispiele solcher Fähigkeiten sind der Umgang mit neuen Nutzungen, Regionen, Lebenszyklusphasen oder anderen Rendite-/Risikoprofilen. Gelingt dies nicht, kann der Investor Zugriff auf solche Fähigkeiten nehmen, indem er indirekt via andere «Best Owner» investiert.

#### **Mehr institutionelle Investoren**

Basierend auf diesen Thesen kann der Blick in die Zukunft gerichtet werden. Etwa 90%

der Schweizer Immobilienwerte werden von Privatpersonen direkt gehalten. Damit ist die Schweiz in Europa keine Ausnahme. Dennoch zeigt ein Blick auf hochentwickelte Immobilienmärkte, dass dort der Anteil von in Wertschriften verbrieften Immobilien am investitionsfähigen Immobilienbestand erheblich höher liegt: In Europa betrug er im Jahr 2004 im Schnitt 4%, in den USA erreichte er 12%, in UK 17% und in Australien gar 52%. Es ist also zu erwarten, dass die institutionellen Investoren ihren Anteil am Immobilienmarkt mit steigender Spezialisierung ausdehnen können. Zudem werden andere Investoren vom Wissen der spezialisierten Eigentümer profitieren wollen, indem sie in diese Firmen oder in deren Vehikel (zum Beispiel Immobilienfonds) investieren.

Der Anteil verbrieftter Immobilien wird dadurch steigen. Manche befürchten wegen dieser Aktivitäten explodierende Preise auf den Immobilienanlagemärkten. Solche Befürchtungen sind mit Blick auf das riesige Potenzial von Immobilien in direktem Privateigentum wohl übertrieben. Dennoch wird die Spezialisierung der Nachfrage auch hier dazu führen, dass wiederholt nur die «Best Owner» ein Objekt erwerben und erfolgreich betreiben können. Alle anderen Investoren werden wiederum «keine brauchbaren Objekte zu vernünftigen Preisen» auf den Märkten finden. <