

Institutionelle Schweizer Investoren – besonders Versicherungen, Immobilienfonds, Anlagestiftungen und Pensionskassen – möchten seit Jahren mehr Anlegergelder am Immobilienmarkt placieren und Gewinne reinvestieren, finden aber nicht genügend Anlagemöglichkeiten. Die direkte Folge dieses Missverhältnisses zwischen Angebot und Nachfrage sind sinkende Renditen. So hat sich die Bruttorendite der von Wüest & Partner (W&P) beobachteten Transaktionen in den letzten zehn Jahren bei durchschnittlichen Liegenschaften um rund 1% und bei Topliegenschaften um rund 1,5% reduziert. Für den stabilen Schweizer Immobilienmarkt ist das eine grosse Veränderung. Der Rückgang der Bruttorendite bei den besten Liegenschaften von 5,3% auf 3,8% entspricht einer Wertsteigerung von stattlichen 40%, wovon mehr oder weniger alle Nutzungen und Regionen profitierten.

Von Anfang an dabei

Neben dem Anlagedruck vonseiten der institutionellen Investoren ist ausserdem eine zunehmende Professionalisierung des Immobilienmanagements von Betreibern und Nutzern zu beobachten. Deren Konzentration auf ihr Kerngeschäft führt zu einer Zunahme von Sale-and-Rent-back-Geschäften, und emotionale Vorbehalte gegen einen fremden Immobilieneigentümer nehmen ab. Immer mehr Spezialliegenschaften werden zu akzeptierten Investitionsobjekten. Institutionelle Anleger investieren nun auch in Logistikliegenschaften, Hotels, Wohnheime für Studenten oder Senioren, Rechenzentren, Parkhäuser und Produktionsstätten. Solche Liegenschaften erfordern allerdings mehr Know-how und stellen infolge ihrer geringeren Drittverwendungsmöglichkeit ein zusätzliches Risiko für ihren Eigentümer dar, versprechen ihm jedoch eine höhere Rendite.

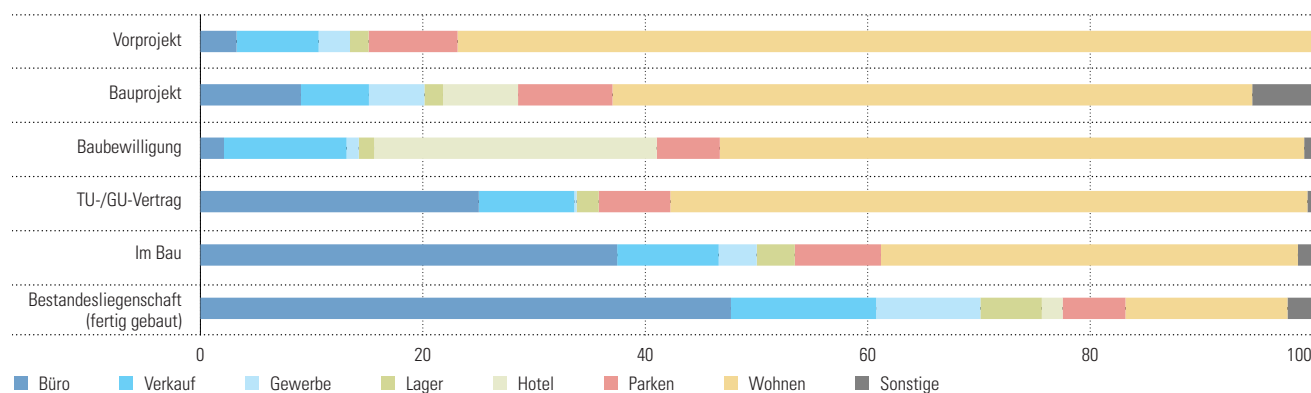
Der Anlagedruck ist mit dem Kauf von Spezialliegenschaften allein aber nicht zu bewältigen, sondern motiviert institutionelle Investoren auch dazu, im Lebenszyklus von Immobilien früher einzusteigen und nicht nur Bestandes-, sondern auch Entwicklungsliegenschaften zu erwerben. Der Kauf von Projektentwicklungen durch institutionelle Investoren ist kein neues Phänomen, doch erst in den letzten Jahren wurde dieser Weg von immer mehr Investoren konsequent begangen. Sie bauten eigene Entwicklungsabteilungen auf und modifizierten ihre Anlagerichtlinien.

Gewissen Investoren setzt der Gesetzgeber hier aber Grenzen. Beispielsweise dürfen Anlagestiftungen und Immobilienfonds nur dann in unbebaute Grundstücke investieren, wenn diese erschlossen und umgehend überbaubar sind – doch der verbleibende Spielraum wird zunehmend genutzt. Die typischen Projektentwickler sehen sich dabei in ihrem Kerngeschäft konkurriert – paradoxerweise durch ihre eigenen Kunden. Darauf reagieren sie ganz unterschiedlich: Einige beklagen sich, andere gehen neue Wege und bieten den Investoren ihr Know-how als Berater oder Entwicklungspartner an.

Finanzielles Ziel einer Projektentwicklung ist es natürlich, einen Entwicklungsgewinn zu realisieren. Doch die Entwicklungsrisiken sind gross und mindestens so umfangreich wie die rechtlichen Möglichkeiten von Gemeinden, Nachbarn, Verbänden und weiteren eventuellen Projektgegnern, einem Entwickler Steine in den Weg zu legen. Hinzu kommen das Vermarktungsrisiko – sowohl in Bezug auf die Mietflächen als auch auf die Anlageliegenschaft – und die jedem Bauherrn nur zu gut be-

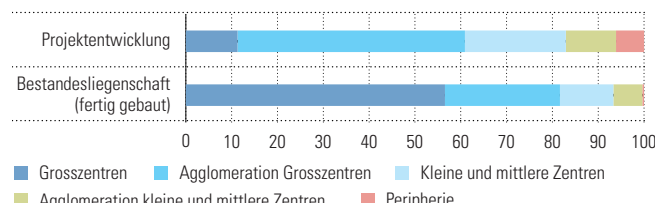
Wohnüberbauungen in der Agglomeration werden gerne schon in der Projektentwicklungsphase erworben

Projektentwicklungsstand und Nutzungssplit nach Marktmiete, in %



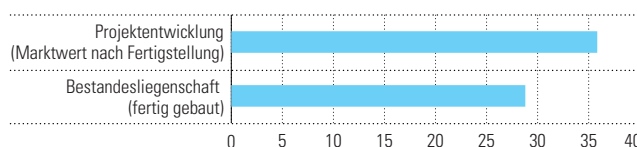
In den Grosszentren sind Käufe von Projektentwicklungen kaum ein Thema

Regionale Verteilung der Akquisitionen, in %



Investitionsvolumen bei Projektentwicklungskäufen sind höher

Durchschnittlicher Marktwert, in Mio. Fr.



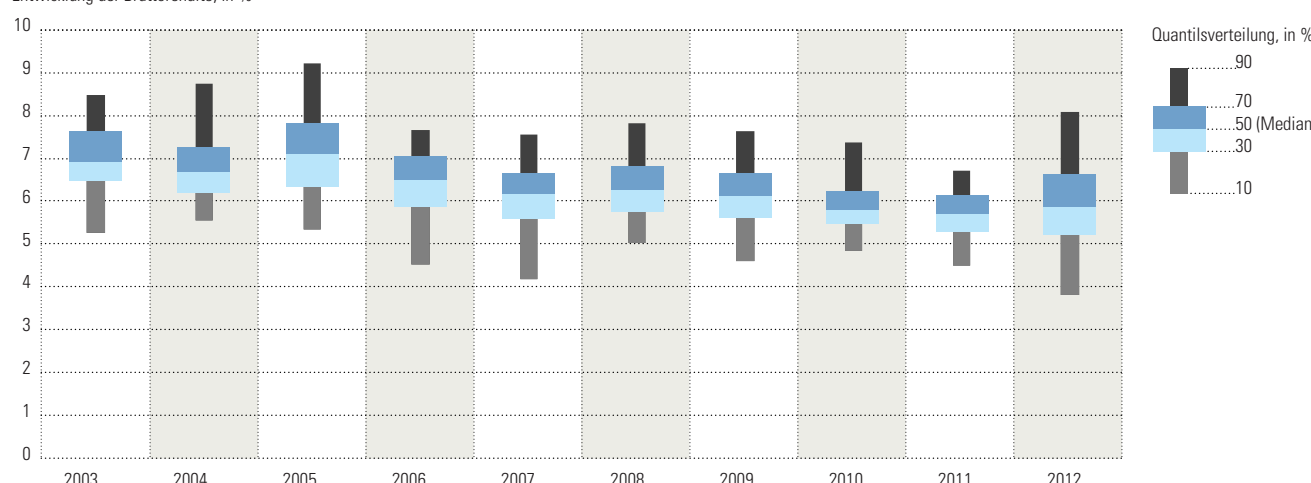
Ausgewertet wurden knapp 300 repräsentativ ausgewählte Schätzungen von Anlageliegenschaften des Jahres 2012, die von institutionellen Schweizer Investoren im Zuge ihrer Akquisitionsprozesse in Auftrag gegeben wurden. QUELLE: WÜEST & PARTNER NZZ-INFOGRAFIK/efl.

Wenn Käufer zu Entwicklern werden

Institutionelle Investoren engagieren sich vermehrt in Projektentwicklungen. Nicht alle lassen sich für die eingegangenen Risiken angemessen entschädigen. Von Jan Bärthel

Sinkende Renditen bei neu gekauften Anlageliegenschaften

Entwicklung der Bruttorendite, in %



QUELLE: WÜEST & PARTNER NZZ-INFOGRAFIK/efl.

kannten Realisierungsrisiken – insbesondere hinsichtlich Qualität, Baukosten und Terminen.

Der Wunsch nach Mitsprache

Der Einstieg der institutionellen Anleger in die Projektentwicklungen war zu Beginn vor allem dadurch motiviert, dass sie dem harten Wettbewerb um die wenigen auf dem Markt angebotenen Bestandesliegenschaften ausweichen wollten; die mögliche zusätzliche Rendite infolge der Übernahme von Entwicklungsrisiken galt anfangs als eine

angenehme Nebenerscheinung. Inzwischen suchen jedoch auch die institutionellen Investoren Entwicklungsgewinne. Grosse Versicherungsgesellschaften entwickeln auf eigenes Risiko hin Wohneigentum, was im derzeitigen Immobilienmarkt mit tiefen Zinsen und angesichts der aufgebauten personellen Entwicklungsressourcen durchaus Sinn macht. Aber zum Kerngeschäft des Asset Managements einer Versicherung gehört diese Tätigkeit sicher nicht, und die derzeit hohe relative Attraktivität von Wohneigentum wird sich eines Tages wieder reduzieren. Die Analyse

des heutigen Akquisitionsverhaltens institutioneller Investoren zeigt, dass derzeit jede dritte von einem institutionellen Investor ins Visier genommene Liegenschaft eine Projektentwicklung ist.

Dabei reicht die Spannweite des Entwicklungsstandes zum Zeitpunkt des Kaufvertragsabschlusses vom vorliegenden Vorprojekt (14% aller Projektentwicklungen) über das erstellte Bauprojekt (36%), die rechtskräftige Baubewilligung (17%) und den abgeschlossenen TU-/GU-Vertrag (18%) bis hin zur im Bau befindlichen Liegenschaft (15%). In Abhängigkeit des Entwicklungsstan-

des liegen somit oft Monate oder gar Jahre zwischen der Unterschrift unter den Kaufvertrag und der Fertigstellung des Objekts.

In der Regel wird als Antrittstag, an welchem Nutzen und Gefahr auf den Käufer übergehen, der Fertigstellungstermin vereinbart. Im Idealfall entspricht dieser Tag auch dem Mietvertragsbeginn, und der institutionelle Investor kann ab diesem Zeitpunkt bereits die ersten Mieterträge einnehmen. Auf diese Weise schützt sich der institutionelle Investor vor den meisten Entwicklungsrisiken. Aber er verzichtet auch auf Einfluss auf seine zukünftige Liegenschaft und gibt für ihn wichtige Erfolgsfaktoren aus der Hand.

Mit dem Hinweis darauf, als Bauherr statt als Käufer (per Fertigstellungstermin) die Bauqualität und die Erstvermietung besser steuern zu können, weichen institutionelle Investoren immer öfter von obengenannter Regel ab und steigen auf eigene Rechnung früher in eine Projektentwicklung ein. Doch die eigentliche Motivation hierzu ist wiederum der Wettbewerb zwischen den Investoren um attraktive Anlageliegenschaften bzw. die Gelegenheiten, solche selbst zu entwickeln. Nicht immer erwartet und erhält der institutionelle Investor dabei für die von ihm übernommenen Risiken eine risikogerechte Beteiligung am Entwicklungsgewinn. Wer aber zu viele Risiken sieht und einpreist, der kann keine attraktive Kaufofferte einreichen.

Weil der Aufwand der Prüfung und Abwicklung von Projektentwicklungskäufen für den institutionellen Investor grösser ist als bei Bestandesliegenschaften, sind hier auch die Investitionsvolumen im Durchschnitt grösser. Die städtischen Zentren sind weitgehend überbaut, so dass Projekte oft in den Agglomerationen und den Mittelzentren entstehen (vgl. Grafik). Der stetige Ausbau der öffentlichen Verkehrsinfrastruktur unterstützt diesen Trend.

Auffällig ist insbesondere, dass Projektentwicklungskäufe sehr stark auf Wohnnutzungen fokussieren (vgl. Grafik). Hierfür gibt es zwei Gründe: Der Markt für gebaute Wohnliegenschaften ist deutlich stärker «überkauft» als der Markt für gebaute Geschäftsliegenschaften – kaufwilligen Wohnbauinvestoren wird der Weg über Entwicklungsprojekte faktisch aufgezwungen. Ausserdem achten institutionelle Investoren darauf, dass die Risiken eines Investments in der Summe ein gewisses Mass nicht überschreiten. Wegen des höheren Leerstandsrisikos gelten Geschäftsliegenschaften, mit Ausnahme derjenigen in renommierten Haupteinkaufsstrassen, als risikoreicher als Wohnliegenschaften. In der Konsequenz haben die Projektentwicklungen mit einem hohen Anteil an Geschäftsnutzungen denn auch überwiegend einen fortgeschrittenen Entwicklungsstand erreicht, was das Gesamtrisiko eines solchen Investments begrenzt.

Umkehrbarer Trend

Insofern besteht durchaus Hoffnung, dass die Entwicklungstätigkeit mit angemessenem Risikobewusstsein erfolgt. Selbstverständlich ist das nicht. Nach so vielen Jahren mit steigenden Preisen erscheinen uns heute vermutlich viele Risiken kleiner, als sie sind. Wenn der Markt für Anlageliegenschaften, insbesondere für Wohnliegenschaften, dreht, dann wird es für institutionelle Schweizer Investoren weniger notwendig, selbst zu entwickeln – es sei denn, die aufgebauten Entwicklungsabteilungen müssen ausgelastet werden.

Jan Bärthel ist Partner bei Wüest & Partner in Zürich.



Universität Zürich

Institut für Banking und Finance – CUREM

Weiterbildungen Urban & Real Estate Management

- Urban Management – angewandte Raumökonomie, 6 Tage, August/September 2013
- Indirekte Immobilienanlagen, 4 Tage, Oktober 2013
- Urban Psychology – Erleben und Verhalten in der gebauten Umwelt, 4 Tage, Februar/März 2014
- Master of Advanced Studies in Real Estate, 18 Monate, berufsbegleitend, Beginn am 3. März 2014
- Grundlagen der Immobilienbewertung, 4 Tage, Mai 2014
- Immobilien Portfolio- und Assetmanagement, 6 Tage, Juni/Juli 2014

Informationen und Anmeldung: Tel. 044 208 99 99 oder www.bf.uzh.ch/curem

Informationsabend
Master of Advanced
Studies in Real Estate

4. Juni 2013

