



Remi Buchschacher  
Herausgeber

## INHALT

Editorial.....	1
Struktur im Kennzahlen- Wirrwarr.....	2
Last Minute.....	3
Ensteht eine Immobilien- blase in der Schweiz?.....	5
Abschlüsse.....	7
Reges Interesse an Osteuropas Immobilien- märkten.....	9
Kalender.....	10
Kolumne Die Stimmung ist gut im „grössten Schaufenster“ ..	11
DCF - Die Methode der abdiskontierten Zahlungsströme.....	13
Impressum.....	15

Editorial

## Steuern – ein Argument für oder gegen Immobilien?

Die Schweiz kennt verschiedene Formen der indirekten Immobilienanlage, für welche aufgrund des föderalistischen Steuersystems eine Vielzahl von steuerlichen Regelungen und Sonderregelungen bestehen. Steuerbefreite Anlagestiftungen stehen beispielsweise ausschliesslich BVG-unterstellten Institutionen offen. Anlagefonds sind je nach Kanton unterschiedlichen Steuern ausgesetzt. Immobilien-Aktiengesellschaften wiederum unterliegen der Doppelbesteuerung.

Diese Beispiele zeigen deutlich, dass in der Schweiz derzeit eine einheitliche und steuerlich effiziente Strukturierung von indirekten Immobilienanlagen nicht möglich ist. Deshalb gibt es nur wenige Argumente, international tätige Investoren für den Immobilienmarkt Schweiz zu überzeugen.

Noch schlimmer ist es bei den direkten Immobilienanlagen. Deren Besitz und Handel ist steuerlich sehr stark eingeschränkt. Nicht nur der Eigenmietwert und die Liegenschaftssteuern schlagen zu Buche, der Immobilienbesitzer hat je nach Kanton auch Handänderungssteuern und Grundstücksgewinnsteuern zu bezahlen.

Wer also in Immobilien investiert, kommt um eine effiziente Steuerplanung nicht herum. Macht ein Investment in Immobilien aus steuerlicher Sicht deshalb überhaupt Sinn? Wäre es sinnvoll auch in der Schweiz steuerbefreite Real Estate Investment Trusts (REITs) einzuführen?

Um diese und viele andere Fragen geht es am 4. Mai 2006 am zweiten Schweizer Immobiliengespräch. Die Referenten sind: Jan Eckert, Managing Director Real Estate Bank Oppenheim, Zürich, Walter Urwyler, Chef Division Bau der kantonalen Steuerverwaltung Zürich, Dr. Bernhard Köhler, CEO Swisscap Investment Management AG, Pfäffikon und Bruno Schefer, CEO Züblin Immobilien Holding AG, Zürich. Der Anlass beginnt um 18.30 Uhr im Restaurant Au Premier im Zürcher Hauptbahnhof. Die Teilnahme ist kostenlos. Die Platzzahl ist allerdings beschränkt. Melden Sie sich deshalb gleich an. Wir freuen uns auf Ihre Teilnahme.

Ihr Remi Buchschacher

## Struktur im Kennzahlen-Wirrwarr

**Bezüglich Performancemessung herrschen in der Immobilienwirtschaft babylonische Zustände. Vergleiche zwischen den Immobilienportfolios sind bis heute kaum möglich. Die Kennzahlen werden nicht nur unterschiedlich berechnet, sondern auch so interpretiert. Eine einheitliche Definition soll Abhilfe schaffen.**

Immobilien werden heute nicht mehr nur gehalten und die Mietzinseinnahmen verbucht, sondern aktiv bewirtschaftet. Wer ein Portfolio besitzt, will es regelmässig bewertet und die immobilien-spezifischen Kennzahlen gemessen und ausgewiesen haben. Der eigene Immobilienbesitz wird dadurch mit anderen Anlageklassen vergleichbar.

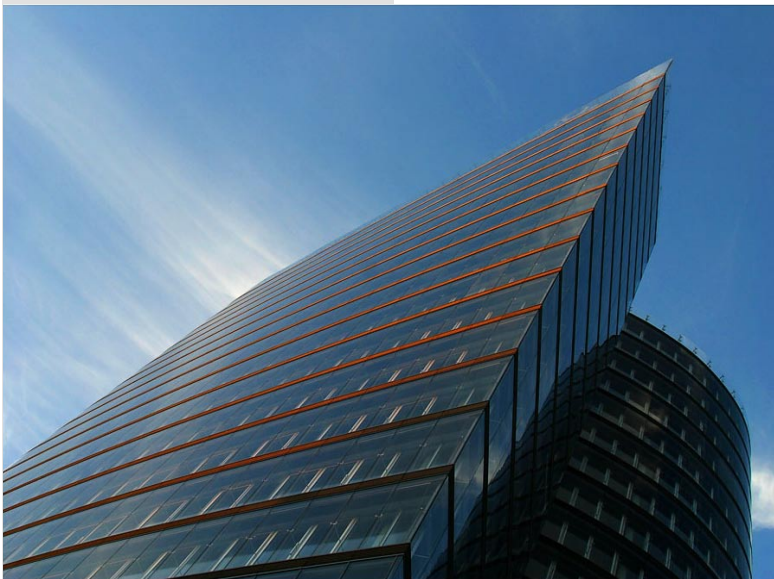
Die Immobilienwirtschaft ist in den letzten Jahren immer professioneller geworden und bietet zunehmend Arbeitshilfen an, welche die Performancemessung und die Immobilienbewertung erleichtern. Trotzdem sind Vergleiche zwischen Portfolios bis heute kaum möglich, weil jeder seine

Kennzahlen anders berechnet. Es besteht ein Dschungel an Betrachtungsweisen und Methoden, der ein aussagekräftiges Vergleichen verunmöglicht. Je stärker aber das Bedürfnis nach Transparenz und Vergleichbarkeit ansteigt, desto mehr treten die Mängel bezüglich der Definition der Kennzahlen offen zu Tage. „Nicht jeder versteht beispielsweise unter Bruttorendite dasselbe“, sagt Gabriela Theus von der Bank Oppenheim in Zürich. „Sind im Sollmietertrag die Mietzinsausfälle enthalten oder nicht? Wie sind mietzinsfreie Perioden in der Renditekennzahl berücksichtigt? Ist der unrealisierte Gewinn beziehungsweise Verlust eines Portfolios

in der Renditekennzahl berücksichtigt?“, listet sie einige der immer wieder gestellten Fragen auf. Solange diese nicht beantwortet sind, ist ein Performancevergleich nicht möglich. „Selbst der Vergleich von Geschäftsberichten börsenkotierter Immobilienfonds und – gesellschaften ist schwierig, wenn jede Gesellschaft eigene Kennzahlen definiert“, hält Gabriela Theus fest.

### Transparente Vergleiche werden angestrebt

Um diese Situation zu verbessern, werden die Bemühungen für eine Vereinheitlichung der Kennzahlen intensiviert. Das Ziel dabei ist klar: Betriebswirtschaftlich relevante Immobilienkennzahlen sollen einheitlich gemessen und angewandt werden. Nur so ist ein transparenter Vergleich von Immobilieninvestitionen mit anderen Anlageklassen und innerhalb der Immobilienwirtschaft überhaupt möglich. Zum Beispiel im Bewertungswesen wollen sich die grossen Immobiliendienstleister auf gegen-



Fortsetzung

**Struktur im  
Kennzahlen-  
Wirrwarr****LAST MINUTE****Züblin: Bruttoerlös aus  
Börsengang steigt**

Im Rahmen des erfolgreichen Börsengangs der Züblin Immobilière France SA, einer Tochtergesellschaft der Züblin Immobilien Holding AG, an der Euronext in Paris hat die federführende Bank, Natexis Bleichroeder, die Mehrzuteilungsoption (Greenshoe) ausgeübt. Damit wird die Anzahl der platzierten Aktien von 1'200'000 um 180'000 auf 1'380'000 erhöht, was 34,7 Prozent des Aktienkapitals entspricht. Für die Züblin Immobilière France SA steigt der Bruttoerlös auf EUR 18,9 Mio. Die Aktie der Züblin Immobilière France SA wird seit dem 22.3.2006 unter ZIF (ISIN FR0010298901) an der Euronext gehandelt.

seitig anerkannte Standards einigen, um den professionellen Akteuren in der Immobilienwirtschaft verbesserte Bewertungsleistungen anbieten zu können. Dies gab Kurt Ritz, Head Real Estate Consulting bei PricewaterhouseCoopers am Schweizer Immobiliengespräch im Januar bekannt. Es sollen Parameter definiert und die neusten Methoden angewandt werden, die im internationalen Gebrauch bereits etabliert sind. Ausgerichtet sind die Standards nach dem IVSC (International Valuation Standard Committee) und nach dem Blue Book der Tegova (The european group of valuers association). Damit erhalten die Schweizer Immobilienportfolios eine internationale Vergleichbarkeit und mehr Transparenz.

Auf Initiative des Verbandes Immobilieninvestoren (VIV) soll aber auch in der Schweiz die Betrachtungsvielfalt vereinheitlicht werden. Insgesamt zwölf Kennzahlen der Immobilienwirtschaft wurden einheitlich definiert und unter dem Patronat von massgeblichen Schweizer Fachverbänden in der SIA-Dokumentation d0213 veröffentlicht (siehe Kasten am Schluss). Damit wird eine Kompatibilität mit den Bemühungen in verschiedenen europäischen Ländern angestrebt, welche sich ebenfalls um eine einheitliche Verwendung und Vergleichbarkeit von Immobilienkennzahlen bemühen. Die vom VIV vorgelegten Kennzahlen decken sich denn auch grösstenteils mit den privatwirtschaftlichen Initiativen im Ausland. Vor allem die deutsche DID (Deutsche Immobiliendatenbank) und die britische IPD (Investment Property Databank) sind an vorderster Front aktiv. Die beiden Datenerheber fokussieren sich vorwiegend auf die Performancemessung von Immobiliendirektanlagen. In der Schweiz orientieren sich die Vereinheitlichungsbemühungen auch an den von der SFA (Swiss Funds Association) erlassenen Kennzahlen, die von den Fonds seit 2005 publiziert werden müssen.

**Individuelle Interpretation**

„Die Definition einer Kennzahl stellt sicher, dass diese einheitlich gemessen wird und somit vergleichbar ist“, präzisiert Gabriela Theus. Die Frage, wie diese zu interpretieren und zu steuern ist, sei damit aber noch nicht beantwortet. Als Beispiel nennt sie die Nettorendite: Eine im Vergleich zu ähnlichen Immobilien tiefe Nettorendite könne mit hohen Leerständen oder hohen Bewirtschaftungskosten einhergehen. In diesem Fall bietet sich die Chance, die Nettorendite durch geeignete Massnahmen, zum Beispiel verstärkte Vermietungsbemühungen oder ein konsequentes Kostenmanagement, zu steigern. „Andererseits kann es aufgrund der spezifischen Situation einer Liegenschaft sein, dass ein Investor bei geringem Risiko mit einer auf den ersten Blick tiefen Rendite zufrieden ist“, ergänzt sie. Dies könne beispielsweise dann der Fall sein, wenn sich eine Liegenschaft in gutem baulichen Zustand befindet und langfristig an einen Mieter mit höchster Bonität vermietet ist. Die Betrachtung der Brutto- und der Nettorendite fällt in den Bereich der statischen Renditekennzahlen (siehe Kasten). Beides sind Kennzahlen, die in der Praxis von grosser Bedeutung sind. Oft ist deshalb der Satz zu hören: „Wir kaufen nur Objekte mit einer Nettorendite von mindestens 5,5 Prozent“. Doch ist eine Nettorendite von 5,5 Prozent gut oder ungenügend?

Für Gabriela Teus ist deshalb klar: „Die einheitliche Kennzahlendefi-

Fortsetzung

**Struktur im  
Kennzahlen-  
Wirrwarr**

nition ist ein wichtiger und notwendiger Schritt im Hinblick auf mehr Transparenz auf den Schweizer Immobilienmärkten und erlaubt den Vergleich von Immobilienanlagen mit anderen Anlagekategorien“. Um Kennzahlen jedoch in den richtigen Kontext setzen zu können, brauche es entsprechende Immobilieninvestmentstrategien und –zielsetzungen, die mess- und qualifizierbar sind. Denn das Ziel ist klar: Nur was konsistent gemessen wird, kann auch gesteuert werden. ■

Remi Buchschacher

**Kennzahlenübersicht**

*Mietertragsdefinitionen*

<b>Mietertrag (SOLL):</b>	Summe aller im Betrachtungszeitraum möglichen Einnahmen bei Vollvermietung (Nettomietzinsen).
<b>Mietertrag (IST):</b>	Summe aller im Betrachtungszeitraum möglichen Einnahmen (SOLL) abzüglich Mietzinsausfälle und Mietzinsreduktionen.
<b>Nettoertrag:</b>	Mietertrag (IST) abzüglich Betriebs- und Instandhaltungskosten.

*Objekt- und Bewirtschaftungskennzahlen*

<b>Mietzinsausfallquote:</b>	Mietzinsausfälle in Prozent des Mietertrages (SOLL).
<b>Betriebskostenquote:</b>	Betriebskosten einer Immobilie in Prozent des Mietertrages (IST).
<b>Instandhaltungsquote:</b>	Instandhaltungskosten in Prozent des Mietertrages (IST).
<b>Instandsetzungsquote:</b>	Instandsetzungskosten in Prozent des Mietertrages (IST).
<b>Immobilienmanagement-Aufwandquote (TERimmo):</b>	Indikator für die Belastung des Immobilienvermögens durch den Verwaltungs-, Portfolio- und Asset-Management-Aufwand. Die TERimmo definiert sich als Verwaltungs-, Portfolio- und Managementkosten in Prozent des durchschnittlich gebundenen Kapitals.
<b>EBIT-Marge:</b>	Nachhaltiger Liegenschaftsertrag (EBIT) in Prozent des Mietertrages (IST).

*Statische Renditekennzahlen*

<b>Bruttorendite:</b>	Mietertrag (SOLL) in Prozent des Verkehrswertes.
<b>Nettorendite:</b>	Nettoertrag in Prozent des Verkehrswertes.
<b>Eigenkapitalrendite:</b>	Liegenschaftserfolg (EBIT abzüglich aller Fremdkapitalkosten und Steuern) in Prozent des durchschnittlichen Nettoanlagevermögens (NAV).
<b>CFROI (Cashflow Return on Investment):</b>	Cashflow in Prozent der ursprünglichen Investition.

*Dynamische Renditekennzahlen*

<b>Cashflow-Rendite:</b>	Cashflow des Betrachtungszeitraums in Prozent des in der Periode durchschnittlich gebundenen Kapitals.
<b>Wertänderungsrendite:</b>	Nettozuwachs des Verkehrswertes eines Betrachtungszeitraumes ausgedrückt in Prozent des in einer Periode durchschnittlich gebundenen Kapitals.
<b>Gesamtpformance (Objektstufe):</b>	Gesamtpformance von Bestandesliegenschaften, setzt sich aus der Summe von Cashflow- und Wertänderungsrendite zusammen.
<b>Gesamtpformance (Portfoliostufe):</b>	Summe aus den gewichteten Renditebeiträgen von Bestandesimmobilien, Zukäufen und Veräusserungen.

- News + Info
- Events
- Blog

www.immorunde.ch

## Entsteht eine Immobilienblase in der Schweiz?

**Die Blase am Wohnimmobilienmarkt ist derzeit rund um den Globus ein Thema. Kaum ein Tag vergeht, da in der internationalen Presse nicht vor den Gefahren der rasant steigenden Hauspreise in den USA, Grossbritannien, Australien, Spanien und anderen Ländern gewarnt wird. Entsteht auch in der Schweiz eine Immobilienblase? Ein Bericht von Credit Suisse Economic Research versucht die Diskussion zu versachlichen und allfällige Risiken aufzuzeigen.**

Zuerst die Definition: Weicht die Preisentwicklung stark von dem durch die Fundamentaldaten zu erwartenden Trend ab, spricht man von Spekulation. Geschieht dies über einen längeren Zeitraum, ist von einer Blase die Rede. Spekulation veranlasst Investoren dazu, bei Anlageentscheidungen die Analyse der Fundamentaldaten zu vernachlässigen und sich auf die Annahme zu stützen, dass die Investitionen wegen des kontinuierlichen Wertzuwachses jederzeit gewinnbringend abgestossen werden können. Dies funktioniert, solange eine genügend grosse Anzahl Marktteilnehmer von kontinuierlich steigenden Preisen ausgeht und bereit ist, Investitionsgüter zu diesen Preisen zu kaufen. Verlieren die Investoren das Vertrauen in das stetige Preiswachstum, kann es schnell zu einer Trendwende kommen. Die Preise fallen, da immer mehr Marktteilnehmer aussteigen wollen, bevor der Wertzerfall noch grösser wird. Wo zuvor alle kaufen wollten, wollen nun alle verkaufen, und die Preisspirale dreht sich nach unten. Wie schnell dies gehen kann, erfuhren viele Investoren, die Ende der Neunzigerjahre in Technologietiteln in den USA investiert waren.

### Wertvermehrung von Immobilien. Ein Mythos?

Eine weit verbreitete Meinung besagt, dass selbst genutzte Immobilien eine gute Kapitalanlage seien, da sich ihr Wert langfristig stetig vermeh-

Anzeige

**Komfort**

Schutz mit System  
[www.komfort-rollladen.ch](http://www.komfort-rollladen.ch)



CH-3422 Kirchberg  
Fon 034 447 55 55



Fortsetzung

**Entsteht eine  
Immobilienblase  
in der Schweiz?**

Wird derzeit zuviel Wohneigentum gebaut in der Schweiz? Die Gefahr einer spekulativen Blase besteht laut den Experten von Credit Suisse nicht.

re. Begründet wird dies mit der Tatsache, dass Boden ein knappes Gut ist, das einer stetig wachsenden Anzahl von Haushalten gegenübersteht. Mit anderen Worten: Es gibt immer mehr Nachfrage für ein Gut mit konstantem Angebot. Dies führt unweigerlich zu steigenden Preisen.

Ein Blick auf die verfügbaren Daten stellt die Vorstellung von langfristig steigenden Preisen grundsätzlich in Frage, zumindest für die Schweiz. Zwischen dem Ende der Siebzigerjahre und dem Höchstpunkt im Jahre 1989 haben die realen Preise für Einfamilienhäuser in der Schweiz um über 60 Prozent zugelegt (70% bei den Eigentumswohnungen). In den

darauf folgenden 10 Jahren gingen die realen Angebotspreise wieder um rund 60 Prozent zurück. Heute liegt das reale Preisniveau für Einfamilienhäuser lediglich 10 Prozent über den Preisen von 1970 (15% im Falle von Stockwerkeigentum). Betrachtet man die Trendlinie, so wird ersichtlich, dass die realen Preise von Einfamilienhäusern seit 1970 abgesehen von den (starken) Schwankungen weitgehend konstant geblieben sind. Beim Stockwerkeigentum ist ein positiver Preistrend zu beobachten, der jedoch

umgerechnet auf jährliche Wachstumsraten lediglich ein halbes Prozent ausmacht. Es kann davon ausgegangen werden, dass ein Teil dieses Wachstums auf den höheren heutigen Qualitätsstandard einer durchschnittlichen Eigentumswohnung gegenüber 1970 zurückzuführen ist.

**Der „Immobilien-crash“ der Neunzigerjahre**

Hierzulande herrscht oft noch die Meinung vor, dass der Crash am Schweizer Immobilienmarkt Anfang/Mitte der Neunzigerjahre auch auf dem Markt für selbst genutztes Wohneigentum stattgefunden hat. Betrachtet man jedoch den hedonischen (1) Preisindex in der Grafik, so ergibt sich ein anderes Bild. Diese Preisreihe basiert auf Transaktionsdaten, also effektiv bezahlten Preisen, und nicht auf den Angebotspreisen. Zudem ist dieser Index qualitätsbereinigt und widerspiegelt somit die eigentliche Preisentwicklung besser als die Angebotsdaten.

(1) Die hedonische Bewertungsmethode geht davon aus, dass der Preis einer Liegenschaft als Summe ihrer Eigenschaften (Wohnfläche, Anzahl Zimmer, Baujahr, Grundstückfläche, Lage etc.) definiert und berechnet werden kann. Mittels statistischer Verfahren wird ermittelt, wie gross der Einfluss jedes einzelnen Faktors auf den Verkaufspreis ist. Die mittels dieser Methode berechneten Indizes widerspiegeln am besten die Preisentwicklung am Immobilienmarkt.

Fortsetzung

**Entsteht eine  
Immobilienblase  
in der Schweiz?****ABSCHLÜSSE****Warteck Invest erzielt we-  
niger Gewinn**

Pd. Die Warteck Invest, welche ihr 150-jähriges Bestehen feiert, erwirtschaftete im letzten Geschäftsjahr ein stabiles operatives Ergebnis. Zwar fiel der Konzerngewinn gegenüber dem letztjährigen Rekordergebnis um 24 % auf 10,2 Mio. CHF; das operative Ergebnis lag aber im Bereich der Vermietung von Geschäftsflächen nur 3.9 % unter dem Vorjahr. Der Verwaltungsrat beantragt der Generalversammlung die Ausschüttung einer Dividende von 62.-CHF pro Namenaktie.

Die Netto-Mieterträge fielen mit 20,3 Mio. CHF gegenüber dem Vorjahr (20,8 Mio. CHF) nur leicht tiefer aus. Der Anteil der Mieterträge aus den weniger volatilen Wohnliegenschaften nahm dagegen von 33,6 % auf 34,6 % zu. Die Leerstandsquote ist zwar gestiegen, stelle aber im Branchenvergleich mit 5,10 % (Vorjahr 3,79 %) einen sehr guten Wert dar, teilt das Unternehmen mit.

Die Performance der Renditeliegenschaften fiel mit 5,53 % besser als im Vor-

Fortsetzung S. 8

Die nominalen Preise für Einfamilienhäuser haben sich seit 1990 mit leichten Schwankungen seitwärts bewegt und befinden sich seit zwei Jahren in einem leichten Aufwärtstrend. Die Preise für Eigentumswohnungen verloren zwischen 1991 und 2001 durchschnittlich 1,2 Prozent an Wert (nominal) pro Jahr. In den vergangenen vier Jahren haben die Preise hingegen deutlich angezogen (16,2%). Betrachtet man jedoch die realen Preise, zeigt sich ein leicht anderes Bild: Inflation von durchschnittlich 1,2 Prozent pro Jahr führte zu sinkenden realen Preisen bei Eigenheimen seit Anfang der Neunzigerjahre. So liegen die realen Preise heute noch immer deutlich unter dem Höchststand von 1990. Das heisst: wer heute sein Haus verkauft, kann sich mit dem Erlös weniger leisten als 1990.

Wo steht die Schweiz hinsichtlich realer Preisentwicklung im internationalen Vergleich? Bei den Einfamilienhäusern bewegten sich die Preise in den letzten Jahren seitwärts. Die Preise für Stockwerkeigentum stiegen um 11.5 Prozent seit dem Tiefpunkt vor vier Jahren. Zum Vergleich die aktuellsten Hauspreiszahlen der Zeitschrift „The Economist“. Zwischen 1997 und 2005 stiegen die realen Hauspreise in den USA um 73 Prozent, in Frankreich um 87 Prozent, in Spanien um 145 Prozent und in Grossbritannien um 154 Prozent. Im Vergleich dazu muss die Preisentwicklung in der Schweiz als äusserst moderat bezeichnet werden.

**Die heissen Städte**

Der Preisaufschwung setzte in Städten wie Boston, London oder Sydney rund fünf Jahre früher ein als in den Schweizer Grosszentren und ist seither ungebrochen. In London haben sich die Preise seither mehr als verdoppelt, in Boston und Sydney stiegen sie um über 80 Prozent. In Paris war die Talsohle 1998 durchschritten; die Preise stiegen seither um knapp 70 Prozent. In den beiden Schweizer Grossstädten sind erst seit 2000 wieder Preissteigerungen zu verzeichnen. Trotzdem muss das Ausmass als markant qualifiziert werden. In Zürich legten die Preise für Stockwerkeigentum in den letzten fünf Jahren um 32 Prozent zu, in der Calvinstadt sogar um knapp 50 Prozent.

Die brisante Frage lautet nun: Wie werden sich diese Märkte in der Schweiz wieder abkühlen? In der Region Genf muss vorerst noch mit steigenden Preisen gerechnet werden, da der starken Nachfrage keine angemessene Angebotsausweitung gegenüber steht.

In der Region Zürich bestehen Chancen für ein „soft landing“. Die Angebotsausweitung ist so gross wie seit 10 Jahren nicht mehr, was sich dämpfend auf das Preiswachstum auswirken wird. Gleichzeitig ist die Nachfrage aber nach wie vor stark, nicht zuletzt aufgrund der nach wie vor günstigen Zinssituation. Dies mindert das Risiko von Preiseinbrüchen deutlich. Hinzu kommt, dass die gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen heute andere Vorzeichen aufweisen als Anfang der Neunzigerjahre.

**Schlussfolgerungen für die Gesamtwirtschaft**

Offen bleibt, warum die Diskussion um steigende Eigenheimpreise die Gemüter so erregt. Mal sind Häuser billiger, mal sind sie teurer. Das

Fortsetzung

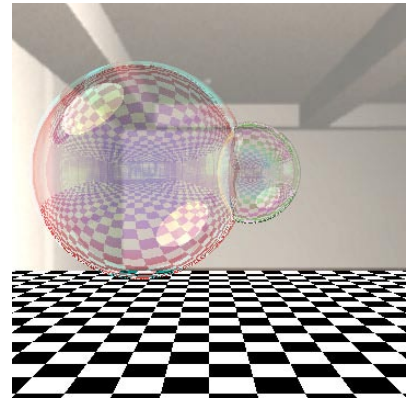
**Entsteht eine  
Immobilienblase  
in der Schweiz?**

Fortsetzung von S. 7

jahr aus (5,07 %). Die betrieblichen Erträge lagen mit 20,4 Mio. CHF um 14,5 % unter dem Vorjahr (23,8 Mio. CHF). Der Immobilienaufwand (Betriebskosten und Instandhaltung) nahm gegenüber dem Vorjahr um lediglich 3,8 % auf 2,4 Mio. CHF zu. Der Betriebsgewinn vor Steuern und Zinsen (EBIT) reduzierte sich gegenüber dem Vorjahr um 9,2 % auf 16,1 Mio. CHF (Vorjahr 17,8 Mio. CHF). Der Konzerngewinn ging um 24,4 % auf 10,2 Mio. CHF zurück (Vorjahr 13,5 Mio. CHF). Das effektive operative Ergebnis (EBIT bereinigt um Sondererfolgskriterien und Bewertungsergebnis) lag im Berichtsjahr mit 15,4 Mio. CHF aber nur 3,9 % unter dem Vorjahreswert von 16 Mio. CHF.

Platzen einer spekulativen Blase am Wohneigentumsmarkt kann jedoch weitreichende wirtschaftliche Konsequenzen haben - auch für Mieterhaushalte. Ausichtsreichster Kandidat für ein solches Szenario sind derzeit die USA. Für die Schweizer Volkswirtschaft besteht diese Gefahr zurzeit nicht. Die ausgeführten Analysen verdeutlichen, dass die Preise im Durchschnitt in der Schweiz nicht überhöht sind, auch wenn einzelne Teilmärkte erste Überhitzungstendenzen aufweisen. Selbst wenn sich die realen Eigenheimpreise in den kommenden Jahren zurückbilden, wird dies die Schweizer Volkswirtschaft nicht in Mitleidenschaft ziehen. Erstens hat die Finanzindustrie ihre Lehren aus der Krise Anfang der Neunzigerjahre gezogen und ist bei der Belehnung von Eigenheimen vorsichtiger geworden. Käufer müssen ein Minimum an Eigenkapital aufbringen und Hypotheken, die über 66 Prozent des Kaufwertes liegen, amortisieren (Zweithypotheken). Zweitens ist es nach wie vor unüblich, die Hypothekarschuld mittels einer Neubewertung der eigenen Wohnimmobilie zu erhöhen, um damit den Konsum zu finanzieren. Somit haben Preisveränderungen nur einen marginalen Einfluss auf das Konsumverhalten der Haushalte. Drittens besitzt in der Schweiz nur gut ein Drittel der Bevölkerung überhaupt ein Eigenheim (gegenüber knapp 70% in den USA), was den Effekt einer Krise im Markt für Wohneigentum auf die Gesamtwirtschaft zusätzlich verringert. Hinzu kommt, dass statistisch gesehen in der Schweiz die weitaus grössten Risiken, die zur Zahlungsunfähigkeit von Hypothekarkrediten führen, nichts mit der Immobilie und ihrem Preis zu haben. Scheidung und Arbeitslosigkeit sind nach wie vor die wichtigsten Gründe, welche zum Verlust des Eigenheims führen - beides Ereignisse, die unabhängig vom Immobilienzyklus sind. ■

*Martin Neff, Philip Rauh*  
*Credit Suisse Economic Research*



Anzeige



**Das Schweizer  
Immobilien-Wirtschaftsmagazin**

**sechsmal pro Jahr aufbereitet:  
Fakten, Hintergründe, Trends**

**Infos unter Tel. 056 631 53 44**

## Reges Interesse an Osteuropas Immobilienmärkten

**Die Immobilienmärkte in Osteuropa sind interessant, begehrt und nicht unrisikant. Das noch geringe Flächenangebot führt zu steigenden Kursen der Immobilienaktien. In Prag werden Spitzenrenditen von bis zu 7,75 Prozent erzielt.**

Praktisch über alle Anlageformen liess sich in Osteuropa in den vergangenen Jahren sehr viel Geld verdienen. Gestiegen sind in den meisten Fällen nicht nur die Aktien- und Anleihenurse, sondern auch die Notierungen der osteuropäischen Währungen. Spürbar aufwärts ging es zudem mit den Immobilienpreisen. Wer sich nicht für den direkten Erwerb einer Immobilie entschied, der konnte alternativ auf Immobilienaktien setzen. Da deren Kurse ebenfalls stark gestiegen sind, hat sich auch dieses Investment bezahlt gemacht.

Ein Blick auf die in Osteuropa erzielbaren Mietrenditen liegt die Vermutung nahe, dass diese Titel noch länger gefragt bleiben werden. Denn trotz niedrigerer Quadratmeter-Mieten werfen Immobilien im Osten verglichen mit dem Westen höhere Mietrenditen ab. So kommen Büroflächen in Westeuropa nach Angaben von Immobilienspezialisten in

Begehrte Immobilienmärkte in Osteuropa. Im Bild Prag.



Fortsetzung

**Reges Interesse  
an Osteuropas  
Immobilienmärkten****Kalender****April/Mai 2006**

## Termine zum Vormerken

29.04.2006 bis 30.04.2006:

Imex 06

Puls 5 Zürich

[www.imex-zuerich.ch](http://www.imex-zuerich.ch)

28. April bis 14. Mai 2006:

Ausstellung Wettbewerbsprojekte neues Kongresshaus Zürich, im Zelt vor Kongresshaus.

4. Mai 2006:

zweites Immobiliengespräch, Steuern - ein Argument für oder gegen Immobilien?

Restaurant Au Premier, Zürich

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

16.05.2006 bis 17.05.2006:

Facility Management, Betreibermodelle in der Praxis

Hotel Sedartis Thalwil

[www.euroforum.com](http://www.euroforum.com)

18.05.2006 bis 21.05.2006:

Bauen &amp; Wohnen

Tägerhard Wettingen

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

erstklassigen Flächen auf eine Spitzenrendite von 5,4 Prozent. Das liegt deutlich unter den Sätzen, die im Vorjahr mit 7,25 Prozent in Budapest und Warschau sowie mit 7,75 Prozent in Prag erzielbar waren. Und in den noch nicht zur EU gehörenden osteuropäischen Ländern sind sogar noch höhere Mietrenditen erreichbar. Vor diesem Hintergrund wundert das rege Interesse der Investoren an einem Engagement auf den osteuropäischen Immobilienmärkten nicht.

**Angebot noch immer zu gering**

Die vorherrschende Kaufbereitschaft hat den Immobilienaktien zum einen deutlich gestiegene Kurse, zum anderen aber auch deutlich höhere Bewertungen als früher gebracht. Am besten zum Ausdruck kommt das beim Nettoinventarwert (NAV). Während die Branchenvertreter früher im Schnitt mit einem Discount von 20 Prozent gehandelt wurden, weisen sie inzwischen bereits Prämien in dieser prozentualen Grössenordnung auf.

Von Schnäppchenpreisen kann deshalb längst nicht mehr gesprochen werden. Dank der höheren Mietrenditen in Verbindung mit einem speziell an hochwertigen Vermietflächen noch immer zu knappen Angebot scheinen die Immobilienpreise selbst aber noch immer Luft nach oben zu haben. Und das, zusammen mit dem vielen Kapital, das auf den osteuropäischen Immobilienmärkten nach Anlagechancen sucht, dürfte wiederum die Kurse der Immobilienaktien weiter nach oben ziehen, denn die Flächen sind (noch) beschränkt. Zum Vergleich: In Frankfurt gibt es rund drei Mal so viele Büros, wie in drei mitteleuropäischen Metropolen Budapest, Prag und Warschau zusammen.

Wer angesichts dieser Rahmenbedingungen an die Immobilienmärkte in Osteuropa glaubt, ein Investment in einen einzelnen Wert aber für zu risikant hält, dem bietet die ABN Amro seit kurzem mit dem Osteuropa-Immobilien-Open-End-Zertifikat eine Alternative an (Isin NL0000161495). Dieses Konstrukt setzt sich zusammen aus den im „GPR/ABN Amro Eastern Europe Top 20 Property Index“ beinhalteten 20 Werten. Dieser Index wiederum wurde mit den auf Immobilienindizes spezialisierten Team von Global Property Research entwickelt. Es handelt sich dabei um einen Total Return Index, der Immobiliengesellschaften und Reits mit signifikanten Investments in osteuropäischen, russischen und türkischen Immobilien beinhaltet. Auffallend dabei ist, dass gleich sieben Unternehmen aus Österreich stammen.

**Früherer Auflagetermin wünschenswert**

Die seit Jahresbeginn bei rund zehn Prozent liegende Performance zeigt, dass sich der Index zuletzt sehr gut entwickelt. Allerdings birgt das auch die Gefahr einer jederzeit möglichen temporären Korrektur. Und daran knüpft sich dann auch der wichtigste Kritikpunkt an dem neuen Zertifikat an. Nämlich der, dass es wie bei vielen anderen Produkten dieser Art oft wünschenswert wäre, wenn die Initiatoren mit solchen Ideen nicht erst auf den Markt kommen, wenn die den Zertifikaten zugrunde liegenden Investments bereits erste Überhitzungserscheinungen zeigen. ■

*Remi Buchschacher*



Dr. Bernhard Köhler

Kolumne

## Die Stimmung ist gut im „grössten Schaufenster“

**Vom 14. bis 17. März fand in Cannes die nunmehr 17te MIPIM statt. Mehr als 21000 offizielle Teilnehmer (mit Eintrittskarte) und nahezu noch mal so viele „Schaulustige“ (ohne Eintrittskarte) aus 74 Ländern haben die MIPIM einmal mehr zum grössten Schaufenster der weltweiten Immobilienwelt gemacht.**

Insgesamt waren 2277 Aussteller vertreten; sowohl auf den zahlreichen Ständen im Palais du Festival - welches unter Insidern aufgrund seiner hohen Standgebühren und der Anordnung der Standflächen im als Parkstandort geplanten Keller auch die „teuerste Tiefgarage der Welt“ genannt wird – als auch auf den zahlreichen von den Firmen gemieteten Luxusyachten im Hafen und erstmals in diesem Jahr aufgrund Platzmangels auch in der Bay vor Cannes.

Im Gegensatz zu den vergangenen Jahren in welchen die meisten Teilnehmer noch auf die Morgendämmerung und somit den Aufbruch zum nächsten Immobilienzyklus warteten, waren sich in diesem Jahr nahezu alle Teilnehmer einig: der neue Zyklus hat begonnen. Dementsprechend gut war auch die Stimmung auf der viertägigen Immobilienveranstaltung.

### Deutschland im Brennpunkt

Besonders hoch war die Frequenz bei den Ständen klassischer Anlageländer wie beispielsweise bei den grossen deutschen Wirtschaftsregionen. Selbst Regionen wie Frankfurt – vor einem Jahr aufgrund seiner hohen Leerstandsquoten noch kritisch beäugt – konnten grosses Interesse verbuchen. Vor allen Dingen internationale Investoren aus den USA, Grossbritannien und dem Nahen Osten scheinen sich zunehmend für die deutschen Wirtschaftsregionen zu interessieren, denn es hat sich herum gesprochen, dass die deutschen Immobilienmärkte im Vergleich zu zahlreichen anderen europäischen Lokationen, die bereits in den vergangenen 24 Monaten sehr gut gelaufen sind, noch einiges an Aufholpotenzial haben. Im Gegensatz hierzu scheint das Interesse an den Boomregionen der vergangenen drei Jahre, wie beispielsweise den Vereinigten Arabischen Emiraten, abgenommen zu haben. Dies überrascht keineswegs, da die Jagd nach „Superlativen“ irgendwann auch die Investoren zu ermüden scheint. Darüber hinaus sind auch die steuerlichen Rahmenbedingungen immer unsicherer geworden, was anschaulich beispielsweise durch die erst vor wenigen Wochen bekannt gewordene Kündigung des Doppelbesteuerungsabkommens zwischen Deutschland und Dubai dokumentiert wird.

Fortsetzung

**Die Stimmung ist gut im „grössten Schaufenster“.**

## Positive Signale für die Schweiz

Für die Schweiz gibt es insgesamt positive Signale, denn das internationale Interesse an den Schweizerischen Gewerbemärkten nimmt deutlich zu. Kein anderer Markt in Europa weist aktuell so einen grossen Spread zwischen Fremdkapitalzinsen und Eigenkapitalrendite auf, wie die Schweiz und dies lockt natürlich Investoren an, die an der Ausnutzung eines möglichst hohen Leverages interessiert sind. Einige deutsche Investoren haben uns diesbezüglich auf der MIPIM grosses Interesse an Schweizerischen Gewerbeimmobilien bekundet. Gerade in Anbetracht der stark sinkenden Renditen auf den anderen europäischen Immobilienmärkten und den steigenden Euro-Zinsen, wird die Attraktivität des Schweizerischen Marktes immer deutlicher. Allein die Marktgrösse, die Dominanz der heimischen Player und die geringere Markttransparenz im Vergleich zu den klassischen Investitionsländern limitieren das Interesse aktuell noch ein bisschen. Mit klassischem Standortmarketing, zunehmender Präsenz auch internationaler Immobilienberatungsgesellschaften, einheitlicher Bewertungsstandards und vielleicht auch mit Beiträgen des „Schweizer Immobilienbriefes“ könnten solche Vorurteile sicherlich peu á peu aufgehoben werden.

Sollten allerdings die internationalen Immobilienfonds- und –Immobilienaktiengesellschaften weiterhin in solch hohem Masse Anlagemöglichkeiten in Immobilien suchen, wie in den vergangenen 24 Monaten, werden auch ohne die vorgenannten Massnahmen in naher Zukunft noch mehr Ausländer auch in der Schweiz investieren und somit zu einer zunehmenden Internationalisierung der heimischen Immobilienmärkte beitragen. ■

*Der Autor ist Geschäftsführer der Swisscap Investment Management AG in Pfäffikon*

## EINLADUNG

Für das nächste Immobiliengespräch vom 4. Mai 2006 gibt es noch ein paar freie Plätze. Es findet um 18.30 Uhr im Restaurant Au Premier im Zürcher Hauptbahnhof statt.

Thema: **Steuern - ein Argument für oder gegen Immobilien?**

Referenten: **Jan P. Eckert**, Sal. Oppenheim Real Estate, Zürich  
**Walter Urwyler**, Chef Division Bau, Kantonales Steueramt Zürich  
**Dr. Bernhard Köhler**, CEO Swisscap Investment Management AG, Pfäffikon SZ  
**Bruno Schefer**, CEO Züblin Immobilien Holding AG, Zürich

Anmeldung Die Teilnehmerzahl ist beschränkt. Anmeldungen bitte baldmöglichst unter [www.immorunde.ch](http://www.immorunde.ch)

## DCF - Die Methode der abdiskontierten Zahlungsströme

**Auf Grund von ständig zunehmenden Anforderungen an die Rechnungslegung und der Internationalisierung der Immobilienmärkte haben auch neue Ansätze zur Bewertung von Immobilien an Bedeutung gewonnen. Insbesondere die Discounted Cash Flow Methode (DCF) stösst bei professionellen Immobilienakteuren in der Schweiz vermehrt auf breite Zustimmung und Akzeptanz.**

*Von Gaétan E. Kameni\**

Die Discounted Cash Flow Methode (DCF) entspricht einer ökonomischen Betrachtungsweise und wird bereits seit Jahrzehnten bei der Bewertung von Unternehmen angewandt. Die DCF- Methode unterscheidet sich von anderen Bewertungsansätzen hauptsächlich durch die periodengerechte Berücksichtigung der anfallenden Kosten und Erträge sowie durch die Nachvollziehbarkeit der zugrunde gelegten Annahmen.

### Grundlegende Methodik der DCF

Die Grundidee der DCF-Bewertung besteht darin, dass der Marktwert einer Immobilie durch die zukünftig zu erzielenden und auf den heutigen Zeitpunkt abgezinsten Mittelzu- und abflüsse bestimmt wird (Diskontierung). Dazu müssen in einem ersten Schritt die jährlich erwarteten Ertragsüberschüsse ermittelt werden. Zu den Mittelzuflüssen zählen primär die vertraglich vereinbarten Mieteinnahmen beziehungsweise die marktüblichen Mietzinsen, jedoch ohne Berücksichtigung der auf die Mieter überwälzbaren Nebenkosten. Ebenso muss das Risiko von Leerständen oder sonstigen Ertragsausfällen in der betroffenen Periode berücksichtigt werden. Zu den Mittelabflüssen zählen die jährlichen Betriebs- und Unterhaltsaufwendungen, sowie die Kosten für die unregelmässig anfallenden Instandsetzungsarbeiten. Sinnvollerweise werden dabei die Liegenschaftsabrechnungen der vergangenen Jahre analysiert,

Anzeige

# Finanzblog

*Weiter denken ist unser Beruf*

[www.finanzblog.kaywa.com](http://www.finanzblog.kaywa.com)



Fortsetzung

**DCF - Die Methode  
der abdiskontierten  
Zahlungsströme**

da sich die zukünftigen Betriebs- und Unterhaltskosten bis zu einem gewissen Mass von diesen ableiten lassen. In einem zweiten Schritt werden nun diese zukünftigen Ertragsüberschüsse, welche dem Eigentümer effektiv zur freien Verfügung stehen werden (engl. Cash Flows), auf den heutigen Zeitpunkt abdiskontiert und zusammengezählt.

Grosse Bedeutung kommt der Wahl des Diskontierungssatzes zu, weil dieser einen wesentlichen Einfluss auf den Gesamtwert der Liegenschaft ausübt. Ausgehend von der Überlegung, dass ein Investor für eingegangene Risiken in Form einer entsprechenden Rendite entschädigt werden will, wird der Diskontierungssatz in der Regel nach der Methode der Risikokomponenten zusammengestellt. Das heisst, aufbauend auf der Rendite für risikolose Anleihen (z.B. Bundesobligationen) werden Zuschläge für die eingegangenen Risiken wie die beschränkte Handelbarkeit des investierten Kapitals (Illiquidität), die Nutzung oder die Standortqualität erhoben. Ein guter Standort führt daher generell zu einem geringeren

Zuschlag beim Diskontierungsfaktor, was den Wert einer Immobilie erhöht und die hinlänglich bekannte Feststellung bestätigt, wonach die Lage einen wesentlichen Einfluss auf den Marktwert einer Immobilie hat.

**Unterschiede zur Ertragswertmethode**

Im Unterschied zum Ertragswertverfahren, welches die Bewirtschaftungskosten über einen Zuschlag auf den Kapitalisierungssatz berücksichtigt, versucht die



Die DCF-Methode hat sich bei der Bewertung von Immobilien im Ausland längst durchgesetzt. Nun auch in der Schweiz.

DCF-Methode sämtliche Zahlungsströme monetär zu erfassen. Zudem werden diese Zahlungsströme jährlich neu festgelegt. Der Einfachheit halber unterscheidet man dabei zwischen zwei Betrachtungsperioden. Die erste Phase erfasst während einer bestimmten Dauer, in der Regel 10 Jahre, möglichst präzise die einzelnen Ertragsüberschüsse der Liegenschaft. Somit können auch unregelmässig anfallende Zahlungsströme für Sanierungen oder Renovationen und ihre zukünftigen Auswirkungen auf der Einnahmenseite zum Beispiel in Form von Mietzinssteigerungen in der Bewertung abgebildet werden. Der zweite Betrachtungszeitraum bewertet auf Basis von nachhaltigen Mieteinnahmen einen statischen Ertragswert für die Restlebensdauer eines Objektes. Dabei führt die Ausdehnung des Betrachtungszeitraumes auf 15 oder 20 Jahre nicht zwingend zu einer genaueren Bewertung, da der Einfluss und die Eintreffenswahrscheinlichkeit der gewählten Annahmen bei zunehmendem Betrachtungszeitraum sinken.

Fortsetzung

**DCF - Die Methode  
der abdiskontierten  
Zahlungsströme****IMPRESSUM**

Herausgeber:  
Schweizer-ImmobilienGespräche  
Eisenbahnstrasse 74  
4900 Langenthal  
www.immorunde.ch

Redaktion:  
Remi Buchschacher  
redaktion@immorunde.ch

Erscheinungsweise:  
zweiwöchentlich

Mitarbeit an dieser Nummer:  
Dr. Bernhard Köhler  
Gaétan E. Kameni

Bildnachweis:  
Bigfoto.com S.9

Anzeigenverkauf:  
anzeigen@immorunde.ch

**Vor- und Nachteile**

Die grossen Vorteile der DCF-Methode sehen Immobilienexperten wie eingangs erwähnt in der Periodengenaugigkeit der Zahlungsströme und der transparenten Darstellung. Ein weiterer Pluspunkt besteht darin, dass das Management angehalten wird, sich frühzeitig mit den Werttreibern sowie den Wertvernichtern einer Liegenschaft auseinander zu setzen, um dadurch wichtige Informationen für die zukunftsgerichtete Bewirtschaftung zu gewinnen. Somit bildet das Verfahren ein nützliches Instrument um unterschiedliche Objektstrategien gegeneinander abzuwägen oder um Sanierungs- Umnutzungs- und Entwicklungsprojekte auf ihre Wirtschaftlichkeit hin überprüfen zu können.

Hinsichtlich der Höhe und des zeitlichen Anfalls der Ein- und Auszahlungen müssen jedoch explizite Annahmen getroffen, welche erfahrungsgemäss nicht immer leicht zu beziffern sind. Zudem müssen diverse gebäudespezifische Daten (beispielsweise Flächenangaben, Gebäudevolumen, Liegenschaftsabrechnung, Baujahr usw.) vorhanden sein, welche in der Praxis nicht immer in gewünschter Qualität vorliegen. Die vertiefte Auseinandersetzung und Anwendung der Methode setzt daher ein hohes Mass an baulichen Kenntnissen und betriebswirtschaftlichem Wissen voraus.

Es ist davon auszugehen, dass der DCF-Ansatz für die Bewertung von Renditeliegenschaften weiter an Bedeutung gewinnen wird. Der Trend zur Ermittlung eines Marktwertes (Fair value) liegt nicht zuletzt darin begründet, dass das Interesse an dynamischen, finanzmarktorientierten Bewertungen und Analysen steigt. Gleichwohl wäre es falsch, anderen Bewertungsmethoden ihre Gültigkeit abzuspochen. Die Entscheidung, welche Methode zur Anwendung kommt, ist letztlich abhängig von der jeweiligen Nutzungsart der Liegenschaft. ■

*\*Der Autor ist Architekt & Ökonom und Immobilienberater  
bei PricewaterhouseCoopers*

Anzeige

