

Immobilien-Projektentwicklungen

Unsicherheit als Chance

Mit der Entscheidung, neu zu bauen oder zu sanieren, reduziert ein Landeigentümer viele Unsicherheiten. Danach verfügt er jedoch nur noch über wenige Optionen, um auf veränderte Gegebenheiten reagieren zu können. Umgekehrt kann die Generierung von Optionen die Folgen negativer Veränderungen mildern und den Wert der Liegenschaft bei einer positiven Entwicklung steigern.¹

IN KÜRZE

Werden Handlungsmöglichkeiten als werthaltige Optionen begriffen, ermöglicht dies eine klarere Sicht auf Immobilienprojekte. Risiken sind in dieser Optik eher als wertsteigernd zu sehen.

Eine Option kann als Recht ohne Pflichten verstanden werden. Die Schaffung beziehungsweise Wahrung solcher Rechte erhöht die Flexibilität und damit die Fähigkeiten, in unsicheren Situationen auf unterschiedliche Entwicklungen optimal reagieren zu können.

Bauland ist ökonomisch betrachtet ein Recht, bauen zu können, und so einen Ertrag aus dem Land generieren zu dürfen. Solange das Land unbebaut ist, stehen noch alle Optionen offen. Unbebautes Land hat deshalb den höchsten Optionswert. Wird das Land in optimaler Weise überbaut, fällt der Optionswert auf null. Wenn die Liegenschaft ihren «Highest and Best Use»-Wert erreicht, existieren keine Handlungsalternativen mehr.

Das Recht, bauen zu dürfen, gewinnt dann mit zunehmender Alterung des Gebäudes erneut an Wert, da die Vielfalt an Handlungsmöglichkeiten wieder zunimmt. Sobald der Wert der alten Bausubstanz unter den (Options-)Wert des Landes fällt, lohnt sich eine Sanierung oder ein Ersatzneubau. Nach erfolgter Massnahme sinkt der Optionswert des Landes wieder (siehe Grafik).

Zwischen Flexibilität und Unsicherheit

Im Normalfall ist Bauland aber weder perfekt genutzt, noch liegt der Wert der Substanz nahe dem reinen Landwert. Auch dann gibt es eine Fülle von Mög-

lichkeiten, um die Ertragskraft der Liegenschaft zu verbessern, wie Nutzungsänderungen, Mietvertragsverlängerungen oder -verkürzungen, Pinsel- oder energetische Sanierungen, Aufstockungen, Preisdifferenzierungen oder Teilverkäufe. Portfoliomanagement kann somit auch als Management eines Portfolios von realen Optionen verstanden werden. So heisst die neue Nachhaltigkeit in der Bau- und Immobilienwirtschaft nicht mehr Langlebigkeit um jeden Preis, sondern «never forever».

Die Kunst für einen Grundstückbesitzer besteht demzufolge darin, den laufenden Ertrag zu optimieren, ohne sich unnötig viele Optionen zu vergeben. Dies gilt besonders bei Projektentwicklungen in einer frühen Phase, wenn noch nicht auf Erfahrungswerte oder historische Daten zurückgegriffen werden kann. So besteht die Möglichkeit, sich etwa mit Schaltzimmern, alternativen Ausbauvarianten oder einer je nach Projektvorlauf angedachten Etappierung auf unterschiedliche Nachfrageverschiebungen vorzubereiten. Eine Koppelung des Kaufvertrags an Auflagen, wie eine rechtzeitige Baubewilligung oder eine Untergrenze an bewilligter Hauptnutzfläche, optimale Erschliessung oder die Errichtung einer Bushaltestelle, ist ein weiteres Absicherungsinstrument. Damit hält sich der Investor die Option eines Rückzugs aus dem Investment für den Fall einer negativen Entwicklung offen.

Der Wert der Option zu warten

In der Praxis stellt die Bestimmung des optimalen Umsetzungszeitpunkts oftmals die wesentlich schwierigere Frage

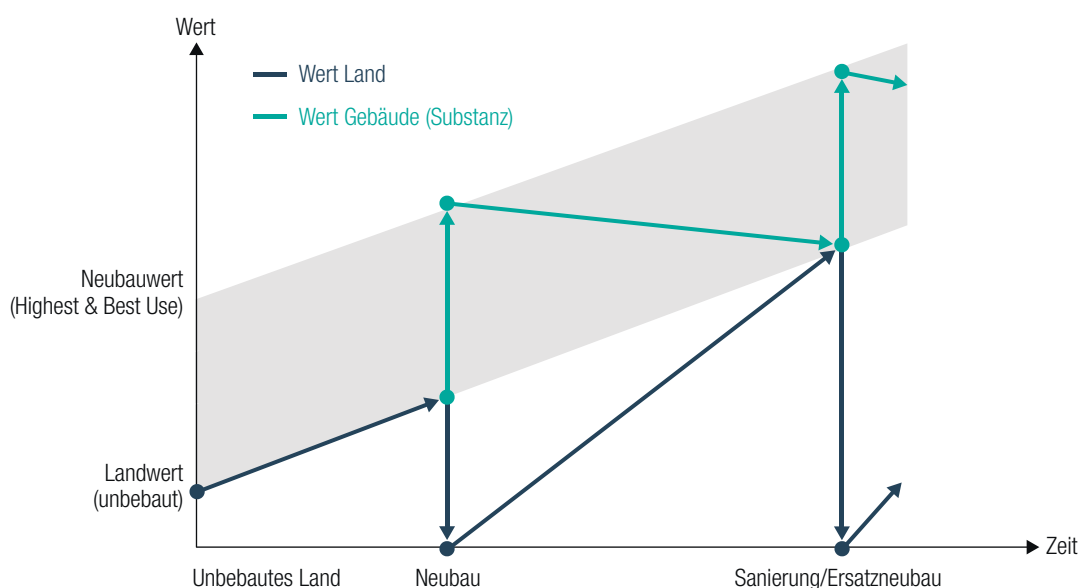


Eveline Schwindt

Senior
Investment Consultant,
INREIM AG

¹ In der Januarausgabe der «Schweizer Personalvorsorge» erschien bereits ein erster Artikel der Autorin unter dem Titel «Immobilien-Projektentwicklungen: Mit der Unsicherheit rechnen» (S. 62f.).

Wertentwicklung im Lebenszyklus



dar als inhaltliche Abwägungen. Ein zu langes Zuwarten kann sich als genauso ungünstig erweisen wie eine vorzeitige Umsetzung. Ein Zuwarten ist grundsätzlich dann sinnvoll, wenn dadurch eine wesentliche Verbesserung der Informationslage erreicht wird. Das Beispiel im Kasten illustriert diesen Prozess.

Die Option zu warten verändert sich bei Anpassungen der baurechtlichen Rahmenbedingungen. Im Fall einer Auszonung fällt deren Wert sogar auf null, was einer materiellen Enteignung entspricht und in der Regel abgegolten werden muss. Kniffliger sind die Fälle, wenn baurechtliche Veränderungen geringere Nachteile mit sich bringen, die nicht entschädigt werden. Dann stellt sich die frühzeitige Auslösung einer Handlungsalternative als möglicherweise günstig heraus. Umgekehrt kann es sich bei anstehenden neuen baurechtlichen Optionen lohnen, den Ausübungszeitpunkt hinauszuzögern.

Optionen bewerten

In der Regel ist die Schaffung von Handlungsmöglichkeiten mit Kosten verbunden. Zum Beispiel bringen Vorkehrungen für eine später realisierbare Aufstockung initiale Mehrkosten, oder das Aufschieben von umfassenden Sanierungen bei nicht optimal genutzten Gebäuden ist mit Opportunitätskosten verbunden. Handlungsmöglichkeiten er-

lauben dafür Flexibilität in unsicheren Entscheidungssituationen. Eigentümer kommen deshalb nicht darum herum, den Wert der Option gegen deren Kosten abzuwägen.

Mit dem Entscheid für oder gegen die Ausübung einer Option, etwa die Auslösung einer Sanierung, macht der Eigentümer implizit eine ökonomische Bewertung. Resultiert die Abwägung in der Erkenntnis, dass der Ertragsverlust des Zuwartens (Kosten der Option) höher ist als der mögliche Wertgewinn des Zuwartens (Wert der Option), wird die umgehende Umsetzung der Massnahme angegangen. Im Gegensatz zu den Immobilienbewertern integrieren die Marktteilnehmer die Option zu warten in ihre Überlegungen. Empirische Analysen zeigen, dass die Entwicklung der Baulandpreise besser mit einem Optionspreismodell beschrieben werden kann als mit den gängigen Barwert-Verfahren.

Der entscheidende Unterschied liegt darin, dass der Wert von Optionen in aller Regel mit zunehmendem Risiko steigt, während im üblichen Verständnis des Barwerts dessen Wert mit ansteigendem Risiko sinkt. Weil eine Option nur ein Recht ohne Pflichten darstellt, können Landeigentümer bei vermehrter Unsicherheit vom Potenzial positiver Entwicklungen profitieren, ohne ein zusätzliches Verlustrisiko in Kauf zu nehmen.

Im Gegensatz zum Barwert eines zukünftigen Zahlungsstroms wird das Risiko so zum Freund des Immobilieneigentümers: Unsicherheiten werden zur Chance. Im Zeitalter der zumindest gefühlten Zunahme der Unsicherheit gewinnen Optionen zunehmend an Wert. **I**

Beispiel Optionen

Nehmen wir an, dass der aktuell maximal erzielbare Verkaufserlös eines Bauprojekts bei 10 Mio. Franken liegt. Bei Entwicklungs- und Baukosten von 8 Mio. Franken resultiert ein residuärer Landwert von 2 Mio. Franken. Nun könnte der Landeigentümer mit dem Baubeginn zuwarten in der Annahme, dass sich vielleicht das Marktumfeld verbessert. Legen wir nun die Annahme zugrunde, dass der Wert sich im positiven Fall auf 14 Mio. Franken erhöht und sich bei einer ungünstigen Entwicklung auf 6 Mio. Franken reduziert.

Somit beträgt der Landwert der positiven Variante 6 Mio. Franken und der Wert der negativen theoretisch -2 Mio. Franken. Im Falle der ungünstigen Entwicklung hat der Landeigentümer die Option, weiter abzuwarten, sodass der effektive Landwert null beträgt. Werden beide Entwicklungsmöglichkeiten als gleich wahrscheinlich eingeschätzt, liegt der Wert der Option zu warten bei 3 Mio. Franken ($0,5 \times 6 \text{ Mio.} + 0,5 \times 0 \text{ Mio.}$). In diesem Beispiel würde es sich lohnen, mit dem Bau zu warten.