

# Angst geht um



«Angstindex seit der Finanzkrise» – dieser Begriff aus der Sendung SRF-Börse vom 11. November 2013 ist beim einfachen Bewerter nachhaltig hängengeblieben. Gemeint ist damit der CBOE Volatility Index. Er ist schon 1993 eingeführt worden. Er misst die von Finanzmarktteilnehmern erwartete Schwankungsbreite des Aktienindex von Standard & Poor's für 500 amerikanische Werte (S&P-500) in den kommenden 30 Tagen, die Volatilität also. Und damit eigentlich die mutmassliche Menge Angstschweiss, mit der ein Anleger rechnen muss bezüglich Kursverlauf. In den kommenden 30 Tagen, wohlvermerkt.

Doch was Finanzmarktteilnehmer bei und nach ihrem Ausblick in die Zukunft in ihren Angstindex einfließen lassen – und allenfalls auch aus den Achselhöhlen in ihr Hemd –, lässt sich wohl zumindest olfaktorisch mit täglich frischer Wäsche und einem potenten Deodorant locker bewältigen.

## Der Blick über den Angstindex hinaus

Bei uns Bewertern ist die Sache merklich anders. Wir wissen: Der zukünftige Netto-Cash-Flow und die Zinssätze zur Diskontierung und Kapitalisierung bestimmen den Marktwert. Und zwar nicht der Cashflow der nächsten 30 Tage, sondern jener der nächsten 5 bis 100 Jahre. Wir kommen nicht darum herum, weit über die Nasenspitze oder über den Horizont des Angstindex hinauszuschauen. Wer dabei ein Problem bezüglich Angstschweiss hat, muss sich überlegen, ob Bewertung von Immobilien für sie oder ihn eine geeignete Tätigkeit ist.

Dieser notwendige Blick über die Cash-Flow-relevanten Jahre ist jedoch nicht etwa eine Mut-Sache für Tolldreiste. Der Bewerter hat eigentlich nur seine Annahmen und Überlegungen, die er den zukünftigen Jahren der Immobilie zu-

grunde legt, offenzulegen. Zumindest diese Annahmen können weder richtig noch falsch sein. Sie können sich höchstens im Nachhinein als zutreffend oder unzutreffend erweisen. Aus diesem Grund hat die Gültigkeit eines Marktwertes auch ein Verfalldatum.

Der Angstindex CBOE zeigt eigentlich auch, dass Anlagen ohne Volatilität die grosse Ausnahme sind. Und Immobilien fallen nicht unter die Ausnahmen. Viele, und auch wirklich grosse Immobilieninvestoren scheuen diese Volatilität bei ihren Anlagen wie der Teufel das Weihwasser. Das schlägt durch

---

«Wer ein Problem bezüglich Angstschweiss hat, muss sich überlegen, ob Bewertung von Immobilien eine geeignete Tätigkeit ist.»

---

auf ihre Bewerter. Vielleicht nicht so krass wie auf die Finanzmarktteilnehmer. Wenn wir im Vorfeld der Jahresberichte jeweils meinen, die Bügeleisen zwischen zu hören, ist es nicht vom Bügeln der Hemden, aus denen der Angstschweiss rausgewaschen worden ist. Nein, es scheint vom Glätten der Bewertungszahlen zu kommen. Denn anders als mit Glätten lässt es sich kaum erklären, dass die in ihren Jahresberichten ausgewiesenen Diskontierungssätze für Portfolios von börsenkotierten Immobiliengesellschaften von den Schwankungen des risikolosen Basissatzes derart wenig berührt erscheinen.

## In der Regel richtets der Markt

Der Kassazinssatz der Bundesobligationen der Eidgenossenschaft mit zehnjähriger Laufzeit lag am 31. Dezember 2010 bei 1,674 % und am 31. Dezember 2012 bei 0,58 %. Und diese Reduktion von

fast 1,1 % weckt beim einfachen Bewerter die Erwartung, dass sich der Diskontierungssatz in ähnlichem Sinn nach unten bewegen würde und – wir wissen es – die Werte nach oben. Voll falsch. Bei zwei der grossen Börsenkotierten, bei denen die nötigen Zinssätze 2010, 2011 und 2012 gut vergleichbar publiziert wurden und die nicht vom gleichen Bewerter beurteilt worden sind, liegen die Reduktionen des durchschnittlichen, kapitalgewichteten Diskontierungssatzes über das ganze Portfolio zwischen 2010 und 2012 bei lediglich 0,2 % und 0,4 %. Wir reden hier überall von nominalen Sätzen. Und somit reden wir hier, scheint es, nicht

mehr nur von konservativen Bewertungen, sondern von Tea-Party-Bewertungen.

«Angst essen Seele auf» hat Fassbinder sein Stück einst betitelt. Ist die Angst auch Buchwertänderungen auf? In der Regel richtets der Markt beim Verkauf wieder.

Und freuen wir uns auf die neuen Jahresberichte.



**Martin Frei**

MSc ETH in Architektur/SIA; MAS ETH in Management, Technology and Economics/BWI, Zürich; mf@immoconsult-frei.ch