

Immobilieigentum als Kapitalanlage

Zwischen objektivierter Schätzung und subjektivem Wert

Von Jürg Müller*

In der Schweiz befinden sich über 86% aller Gebäude und rund 70% aller Wohnbauten im Eigentum von Privatpersonen. Als Kapitalanlage sind Immobilien wegen ihrer langen Lebensdauer, ihrer Heterogenität und einer erschwerten Handelbarkeit nicht leicht einzuschätzen. Berechnungen der Rendite für selbstgenutzte Immobilien in der Schweiz sind – unter Einrechnung der Teuerung – ziemlich ernüchternd.

In Phasen tiefer Zinsen nimmt die Nachfrage nach Immobilien zu. Dies ist besonders auf das relativ günstige Fremdkapital und die mangelnde Verfügbarkeit konservativer Anlagealternativen zurückzuführen. Beim Erwerb von Immobilien gilt es, sich deren spezifischer Eigenschaften bewusst zu sein. So zeichnen sich Immobilien erstens durch eine lange Lebensdauer aus. Zweitens unterscheiden sich diese Vermögenswerte stark in ihren Eigenschaften, namentlich der Lage, Grösse und des Ausbaustandards; ein Vergleich zwischen einzelnen Immobilien ist deshalb oft schwierig. Drittens sind Immobilien illiquide Vermögenswerte, weshalb es für viele keinen Marktpreis gibt. All diese Faktoren erschweren die Preisfindung bei Immobilien massgeblich. Die Preisbestimmung erfolgt deshalb über eine Vergleichsgrösse, den geschätzten Wert.

Schwierig kalkulierbare Renditeobjekte

Beim Immobilieigentum als Kapitalanlage von Privatpersonen handelt es sich zumeist um ein Renditeobjekt, häufig ein Mehrfamilienhaus. Dessen Preisbestimmung erfolgt in der Regel über die Ertragswert-, seltener über die Discounted-Cashflow-Methode (DCF). Bei der Ertragswertmethode fliessen ein Real- oder Substanzwert sowie die kapitalisierten Mieterträge in die Bewertung ein. Der Kapitalisierungssatz für Letztere basiert oft auf dem Satz für variable Hypotheken der Kantonalbanken, erhöht um diverse Komponenten. Bei diesen handelt es sich um die Eigenschaften der Immobilie als Ganzes sowie den Unterhalt, nicht überwälzbare Betriebskosten, Abschreibungen, Steuern und Risikozuschläge, etwa für Leerstände. Die Eigenschaften der Immobilie als Ganzes widerspiegeln unter anderem ihre Lage, die Grösse der Wohnungen und deren Ausbaustandard. In Abhängigkeit der Immobilie fließt der Ertragswert mit einer dreis- bis vierfachen und der Substanzwert mit einer einfachen Gewichtung in die Preisbestimmung ein.

Beim Renditeobjekt decken die Mieterträge die anfallenden Kosten, namentlich die Fremdkapital- und Unterhaltskosten. Der verbleibende Ertrag bildet die Rendite vor Steuern auf dem investierten Eigenkapital. Eine mögliche Wertsteigerung der Immobilie erhöht diese zusätzlich. Damit kann langfristig eine attraktive Gesamtrendite auf dem Eigenkapital erzielt werden.

Individuell empfundene Selbstnutzung

Beim Kauf eines Renditeobjekts ist auf alle Fälle eine Fachperson beizuziehen. Sie kann nicht nur den Preis beurteilen, sondern auch mögliche anstehende grössere Erneuerungen abschätzen. Dies ist insofern wichtig, als die Unterhaltskosten regelmässig unterschätzt werden. Ebenfalls oft unterschätzt wird der Aufwand für die Verwaltung einer Immobilie. Um die Kosten tief zu halten, verwalten viele Eigentümer ihre Renditeobjekte selber. Je nach Immobilie resultiert daraus jedoch ein beträchtlicher (Zeit-)Aufwand.

Beim selbstgenutzten Immobilieigentum kompliziert ein Faktor die Kapitalanlage zusätzlich. Der Preisermittlung mittels objektivierter Schätzung steht die individuelle Wertvorstellung entgegen. Deren Subjektivität zeigt sich darin, dass eine nach Marktbedingungen erfolgende kostendeckende Vermietung vieler selbstgenutzter Immobilien an Dritte oft unmöglich ist. Dies deshalb, da der Wert eine subjektive Nutzensvorstellung darstellt, während der Preis ein aufgrund von Verhandlungen realisierter Verkehrswert ist. Die Subjektivität der Wertvorstellung manifestiert sich im konsumtiven Nutzen selbstgenutzter Immobilien. Er spiegelt emotionale Faktoren und damit Aspekte wie Lebensqualität und reales Immobilieigentum. Der konsumtive Nutzen erklärt einen nach markt gängigen Kriterien nicht gerechtfertigten Preis.

Zudem werden auch beim selbstgenutzten Wohneigentum die laufenden Kosten regelmässig unterschätzt. Insbesondere wird häufig eine Verzinsung des eingesetzten Eigenkapitals vernachlässigt. Ebenso werden die Betriebs- und Unterhaltskosten oft nicht ausreichend budgetiert.

Attraktive selbstgenutzte Immobilien?

Damit selbstgenutzte Immobilien langfristig eine interessante Kapitalanlage darstellen, müssen sie deshalb eine entsprechende Wertentwicklung erfahren. Die Realität ist diesbezüglich jedoch ernüchternd. Von Anfang 1970 bis Ende 2004 stiegen die Indizes für Einfamilienhäuser (EFH) um 215% beziehungsweise ungefähr 234% für Stockwerkeigentum (STWE). Damit legten sie jährlich um rund 3,3% (EFH) bzw. 3,5% (STWE) zu. Diese Zahlen basieren jedoch auf nominalen Werten. Bei einer Teuerung in der gleichen Zeitspanne von rund 3,1% jährlich sinkt die Wertzunahme real auf ungefähr 0,4% (STWE) bzw. 0,2% (EFH) jährlich oder rund 15% (STWE) bzw. 7% (EFH) kumuliert.

Selbstverständlich bilden diese Zahlen nicht die Wertentwicklung jeder Liegenschaft adäquat ab – diese wird zu stark durch individuelle Faktoren bestimmt. Gleichwohl dürfte sich aber ein Grossteil der selbstgenutzten Immobilien den dargestellten Preispfaden entlang bewegen.

Gesamtschau nicht vernachlässigen

Auf die Kosten und damit die Rendite bzw. den Wert einer Liegenschaft wirken sich zusätzlich individuell abhängige Faktoren aus. Dabei handelt es sich etwa um die Finanzierung, also die Höhe des Eigen- bzw. Fremdkapitals, die Herkunft des Kapitals sowie allfällige Amortisationen und die Konditionierung. Das Gleiche gilt für persönliche steuerliche Überlegungen. Noch nicht explizit erwähnt wurde auch die künftige Preisbildung von Immobilien beeinflussenden Faktoren, namentlich die Zinsentwicklung.

Direktes Immobilieigentum als Kapitalanlage für Privatpersonen ist ein vielschichtiges und interessantes Thema. Immobilien sind dabei

aber immer in einem Gesamtkontext zu betrachten. Sie müssen auf alle Fälle unter mehreren Perspektiven auf der Ebene Einzelobjekt und Anleger beurteilt werden.

* Jürg Müller, lic. oec. HSG, ist Partner des Finanzdienstleistungsunternehmens Weibel, Müller & Partner AG, Luzern.