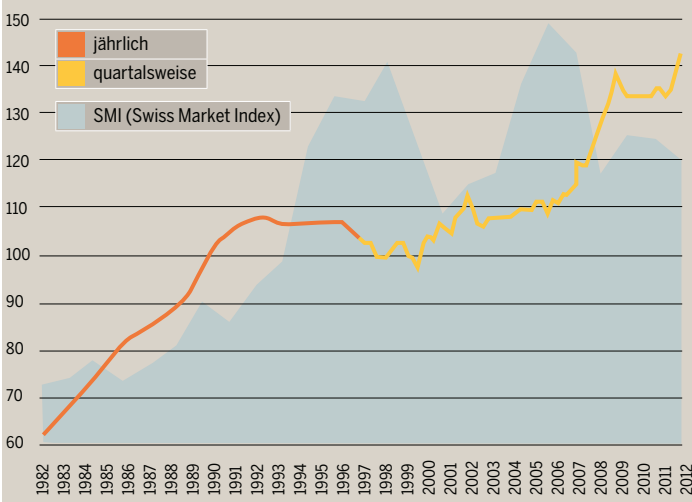


# Bewertung in unsicheren Zeiten

In Zeiten unruhiger Finanzmärkte gewinnen Immobilienanlagen an Bedeutung. Viele Investoren sehen sie als eine sichere Anlage mit geringen Wertschwankungen. Dies ist jedoch ein Mythos, denn nicht jede Immobilie ist wertstabil.

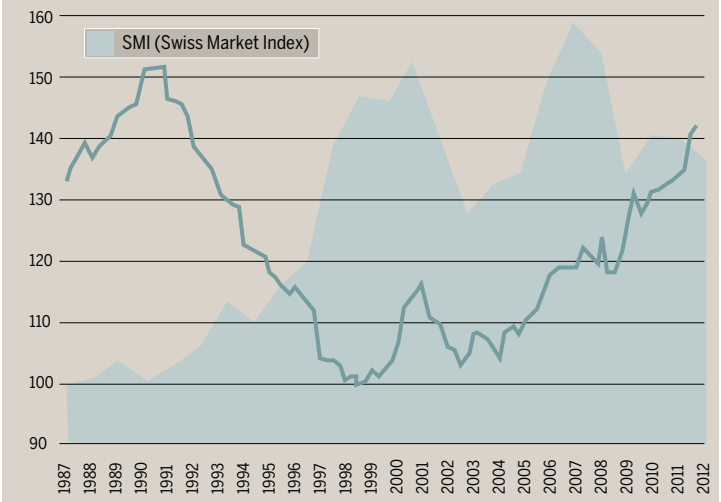
**SWX IAZI PREISINDEX UND SWISS MARKET INDEX**

Einfamilienhäuser und Eigentumswohnungen, 1988–2011 (orange)



**SWX IAZI PREISINDEX UND SWISS MARKET INDEX**

Renditeliegenschaften, 1988–2011 (blau)



IRENE ROMMEL\*

**UNRUHIGE FINANZ- UND KAPITALMÄRKTE.** In den vergangenen Monaten sind Börsen einbrüche, Währungskrise und gesamtwirtschaftliche Instabilitäten an niemandem spurlos vorbeigegangen. Der Swiss Market Index (SMI) lag zeitweise 1770 Punkte unter dem Vorjahresschluss. Viele Anleger verloren an den Börsen viel Geld. Die Immobilienanlagen erwiesen sich demgegenüber als weniger volatil und sind mit anderen Assetklassen weniger stark korreliert als diese untereinander. Ob aber die Finanz- und Kapitalmärkte tatsächlich nur einen geringen Einfluss auf den Wert der Immobilien haben, wird nachfolgend untersucht.

Um die Entwicklung der Immobilienwerte zu untersuchen, ist vorab die Bestimmung des Immobilienwertes ausschlaggebend. Um den Immobilienwert zu ermitteln, ist es wichtig zu wissen, um welche Art Immobilie es sich handelt. Denn je nach Nutzungsart undhaltungszweck wird die geeignete Bewertungsmethode gewählt.

**REALWERTVERFAHREN.** Das Realwertverfahren findet oft Anwendung bei der Bewertung von Immobilien mit einem typischen Selbstnutzer-Charakter wie z. B. Einfamilienhäuser. Diese Immobilien eignen sich in der Regel nicht optimal für kommerzielle Zwecke wie für Vermietung oder Verpachtung. Der Realwert

bestimmt sich durch die Erstellungskosten eines gleichwertigen Neubaus sowie die Altersentwertung der Liegenschaft, aber auch durch den Landwert des bebauten Grundstückes, auf dem sich das Objekt befindet.

#### VEREINFACHTES BEISPIEL DER REALWERT-ERMITTLUNG

Neuerstellungskosten  
 - Altersentwertung  
 + Landwert  
 = Realwert = Marktwert

**KAUM EINFLUSS DER FINANZ- UND KAPITALMÄRKTE.** Der Realwert der Immobilie hängt von fundamentalen Faktoren ab, die sehr träge auf Finanzmarktänderungen reagieren. Diese Faktoren sind meist reale Werte, wie beispielsweise die erforderlichen Kosten für Baumaterialien

„In unsicheren Zeiten ist die Immobilienbewertung besonders anspruchsvoll.“

oder die Landwerte, die von der Makro- und Mikrolage, aber auch von der Erschließung und der Marktsituation abhängen. Diese Determinanten ändern

sich in der Regel mittel- bis langfristig, sodass kurzfristige Änderungen des Finanz- und Kapitalmarktes kaum signifikante Auswirkungen mit sich bringen.

Die erste Grafik bildet die Börsenentwicklung anhand des SMI und die Entwicklung der Schweizer Immobilienpreise für Einfamilienhäuser und Stockwerkeigentum ab. Dabei kann kein signifikanter Gleichlauf festgestellt werden. In diesem Zeitraum ist somit nur ein geringer Einfluss der Finanz- und Kapitalmärkte auf selbstbewohnte Immobilien feststellbar.

**ERTRAGSWERTVERFAHREN.** Zum Bewerten von Renditeliegenschaften wird üblicherweise das DCF-Verfahren oder das einfache Ertragswertverfahren angewendet. Das DCF-Verfahren ist eine ertragswertorientierte Methode, bei der

die Ertrags- und Aufwandsituation der Liegenschaft im Vordergrund stehen. Die Substanz und das bebaute Grundstück werden bei dieser Bewertungs-

methode indirekt berücksichtigt und drücken sich gegebenenfalls in den erzielbaren Mieteinnahmen oder zukünftiger Unterhaltsintensität der Liegenschaft aus. Ein wichtiges Merkmal der DCF- bzw. Ertragswertmethode ist die Zukunftsbezogenheit. So muss der Bewertungsexperte die zukünftigen Erträge und Aufwendungen der Liegenschaft prognostizieren, aber auch die allgemeine zukünftige Immobilienmarktentwicklung. Neben der Nutzungsart, Mieterbonität, Laufzeit der Verträge, Indexierung, Leerständen ist auch der Kapitalisierungssatz von grosser Bedeutung.

Der Kapitalisierungssatz ist eng an die Finanz- und Kapitalmärkte geknüpft und reagiert auf die Finanzmarkturbulenzen. Das ertragswertorientierte Verfahren ist zudem mit grösseren Unsicherheiten verbunden, da in die Berechnung nur die zukünftigen Entwicklungen einfließen. Das Modellieren der Zukunft in Zeiten der unruhigen Märkte erscheint besonders anspruchsvoll.

#### VEREINFACHTES BEISPIEL DER DCF-WERT-ERMITTLUNG

Summe aller zukünftiger diskontierter Erträge

- Summe aller zukünftiger diskontierter Aufwendungen

= DCF-Wert\* = Marktwert

\* Der Ertragswert wird nach ähnlichem Prinzip ermittelt (siehe z. B. «Das Schweizerische Schätzerhandbuch». SVK & SEK/SVIT, 2005).

**GROSSE ABHÄNGIGKEITEN.** Die Bewertungsparameter der ertragswertorientierten Methoden reagieren schneller auf neue Informationen und können auch unter Umständen Übertreibungen der Finanz- und Kapitalmärkte abbilden. Die Börse ist spekulativ und reagiert schnell auf neue Informationen. Es kommt zu vorübergehenden Über- und Unterbewertungen der Anlagen. Die fundamentalen Werte werden an den Börsen erst

langfristig erreicht. Die Volatilität des Finanzmarktes schlägt sich unmittelbar am Kapitalmarkt nieder. Die enge Verbindung des Kapitalmarktes zur Immobilie kann durch die Finanzierungsbedingungen oder durch Renditeerwartungen dargestellt werden (z. B. im Kapitalisierungssatz).

In der zweiten Grafik wird die Immobilienwertentwicklung für Renditeobjekte dem SMI gegenübergestellt. Dabei fallen zwei Phasen der Indexentwicklung auf. Zum einen kann zwischen 1988 und 1998 eine gegenläufige Wertentwicklung festgestellt werden. In diesem Zeitraum legte der SMI kontinuierlich zu, während der Preisindex für Immobilien stark rückläufig war. Ab 1998 folgt eine gleichläufige Entwicklung der beiden Indizes. So wurde aus der negativen Korrelation bis 1998 ab 1998 eine positive.

#### FOLGERUNGEN FÜR DEN BEWERTUNGSEXPERTEN

Der Bewertungsexperte hat die Verantwortung gegenüber dem Kunden, die wertbeeinflussenden Faktoren genügend zu berücksichtigen und die aktuellen Ereignisse richtig zu interpretieren. Die Kunst des Bewertens besteht in der Vorhersage der zukünftigen Marktentwicklung. Dabei spielt der Zeithorizont eine entscheidende Rolle. Je kurzfristiger die Prognose, desto stärker ist ihr Einfluss auf den Marktwert der Immobilie. In der Immobilienbewertung werden für die nahe Zukunft nur wenige geglättete Werte verwendet. Der Bewertungsexperte versucht die Faktoren für jedes Jahr separat festzulegen. In extremen Marktsituationen wie Börsen-Crashes ist es schwer vorherzusagen, wie die Zukunft aussehen wird. Dabei übernimmt der Bewertungsexperte die Rolle des Vermittlers zwischen den zur Verfügung gestellten Daten der volatilen Märkte und dem Kunden, der eine mög-

lichst verlässliche Vorhersage, Interpretation und daraus abgeleitete Folgerungen erwartet.

In unsicheren Zeiten ist die Immobilienbewertung besonders anspruchsvoll. Je nach Bewertungsmethode beeinflussen die Finanzmärkte die Immobilienwerte mal mehr, mal weniger. Die typischen Hauseigentümer sind weniger betroffen, da die Bewertung der Einfamilienhäuser in der Regel anhand des Realwertverfahrens erfolgt. Der Realwert wird kurzfristig durch die Finanzmarkturbulenzen weniger beeinflusst, da er auf realen Werten basiert und sich vom Finanz- und Kapitalmarkt teilweise abkoppelt.

Bei den Renditeliegenschaften ist Vorsicht geboten. Die Bewertungsfaktoren sind zukunftsorientiert und sollten möglichst die genauen Marktentwicklungen prognostizieren. Dabei sind sie signifikant an die Finanz- und Kapitalmärkte gekoppelt. Je nach Markteinschätzung des Bewertungsexperten können die Immobilienwerte infolge von Finanz- und Kapitalmarkturbulenzen in kürzester Zeit schwanken. Diese Betrachtung gilt vor allem für die nationalen Immobilienwerte. International ist das DCF-Verfahren für die Renditeliegenschaften zwar weit verbreitet und unterliegt oftmals den Rechnungslegungsvorschriften vieler institutioneller Anleger, es bestehen aber bedeutende Unterschiede in der Herleitung des Kapitalisierungssatzes und damit einem wichtigen Faktor, in welchem Umfang die Finanz- und Kapitalmärkte die Immobilienwerte beeinflussen. ●



**\*IRENE ROMMEL**

Die Diplom-Volkswirtin ist bei Swiss Valuation Group AG tätig.

ANZEIGE

swiss  
/// valuation group

Bewertung von Immobilienportfolios und Einzelobjekten

Swiss Valuation Group AG

Die gesamtschweizerische Expertengruppe für die  
Bewertung von Immobilien | [www.valuationgroup.ch](http://www.valuationgroup.ch)

Basel 061 301 88 00

Bern 031 331 80 22

Zürich 044 380 42 00

