

DER ZINSSATZ – VALUE-DRIVER JEDER IMMOBILIENBEWERTUNG

Ertrag und Kosten sind zentrale Faktoren bei der Bewertung einer Immobilie nach der Ertragswertmethode. Mindestens genauso wichtig ist der Zinssatz. Schon kleinste Veränderungen nach der Kommastelle können Wertveränderungen im zweistelligen Prozentbereich bewirken. Entsprechend wichtig bei dessen Berechnung sind grosse Sachkenntnis und ebenso viel Sorgfalt seitens Immobilienbewerter. Als Grundlage dient das überarbeitete Skript «Zinssätze in der Immobilienbewertung» von Sirea.

Text: Dagmar Knoblauch

Die Herleitung des detaillierten Zinssatzes ist seit mehr als 15 Jahren wesentlicher Bestandteil in den Weiterbildungen von Sirea und SIV und im Skript «Zinssätze in der Immobilienbewertung» verankert. Bisher stand die Herleitung des Nettozinssatzes über das synthetische Verfahren mittels Bestimmung der Eigen- und Fremdkapitalkosten im Vordergrund. Die seit mehreren Jahren andauernde Tiefzinsphase und die damit verbundenen Herausforderungen an das Modell haben Sirea be-

wogen, das Skript zu überarbeiten und neu aufzulegen. Die Überarbeitung erfolgte durch die Methodik- sowie eine eigens für dieses Thema ins Leben gerufene Expertengruppe. Am 30. August 2018 wurde das neue Skript im Rahmen des Sirea-Jahreskurses «Refresher» erstmals einem breiten Publikum präsentiert. In den Lehrgängen «CAS Immobilienbewertung» wird ab sofort die überarbeitete Methode gelehrt.

Die zentralsten Aspekte

Die Inhalte führen von den Begriffsdefinitionen rund um das Thema Zinssätze bis zur Zinslandschaft Schweiz. Neben Aspekten von Zinssatzkurven und Gesichtspunkten zur Teuerung werden auch die Bedeutung und Verwendung von Nominal-Realzinsen sowie des typisch schweizerischen hypothekarischen Referenzzinssatzes näher gebracht.

Schwerpunkt des Lehrmittels ist die Herleitung des Nettozinssatzes nach den drei im Immobilienmarkt etablierten Zinssatzmodellen. (s. Abbildung 1)

Sirea zeigt im überarbeiteten Zinssatzskript die grosse Bedeutung bei der Herleitung des Nettozinssatzes über das synthetische Zinssatzmodell, wobei den beiden Vorgehensweisen des Zuschlagsmodells nach dem Opportunitätskostenprinzip und jenem über die Verzinsung von Fremd- und Eigenkapital dieselbe Bedeutung zugemessen wird. Wie alle Lehrmittel von Sirea basiert auch dieses auf dem Swiss Valuation Standard (SVS), der sich wiederum an den International Valuation Standards (IVS) orientiert. Diese empfehlen, den Zinssatz analytisch herzuleiten, wenn verwendbare Transaktionsdaten vorhanden sind. Liegen – wie in der Schweiz meistens – keine geeigneten Daten vor, empfiehlt der International Valuation Standards Council (IVSC) den Diskontierungs- und

Abbildung 1: Ausschnitt aus dem Sires-Skript «Die drei gebräuchlichsten Zinssatzmodelle für die Herleitung des Nettozinssatzes in der Immobilienbewertung».

Synthetisches Zinssatzmodell		Analytisches Zinssatzmodell
nach dem Opportunitätskostenprinzip	mit Verzinsung von Fremd- und Eigenkapital	
Der Nettozinssatz basiert auf dem Basiszinssatz plus Berücksichtigung der Aspekte des Marktes sowie des Objektes.	Der Nettozinssatz berücksichtigt den Zinssatz für Fremdkapital, den Fremdfinanzierungsgrad eines typischen Käufers, wie auch seine Ansprüche an die Eigenkapitalverzinsung.	Der Nettozinssatz wird aufgrund am Markt gehandelter Liegenschaften weitgehend empirisch ermittelt.
Schweiz: ja International: ja	Schweiz: beschränkt International: nein	Schweiz: beschränkt International: meist

Abbildung 2: Aufbau des Nettozinssatzes nach dem synthetischen Verfahren im Opportunitätskostenprinzip – aus Kapitel 5 des Sirea-Skripts «Zinssätze in der Immobilienbewertung».

Nettozinssatz				
Aspekte des Immobilienmarktes		Aspekte des Objekts (Kapitel 5.3)		
Risikoarmer Immobilien-Basiszinssatz	+ Lokaler Nachfrageüberhang	Lagespezifische Chancen und Risiken	Objektspezifische Chancen und Risiken	Immobilitätszuschlag

Kapitalisierungssatz synthetisch aus einzelnen Komponenten aufzubauen (IVSC, 2012). Sowohl IVS wie SVS gehen von der Sichtweise eines Investors aus, der zwischen mehreren Investitionsmöglichkeiten, sprich Opportunitäten, wählen kann. Beim synthetischen Zinssatzmodell nach dem Opportunitätskostenprinzip dient eine alternative, risikoarme Anlagemöglichkeit als Ausgangspunkt, worunter in der Schweiz gemeinhin die Anlage in Bundesanleihen verstanden wird (s. www.snb.ch). Weil das Risiko einer Anlage in Immobilien als höher erachtet wird als jenes einer risikoarmen Anlage, wird der Zinssatz für die zu bewertende Lie-

genschaft mittels markt- und objektty- pischer Zuschläge zum Zinssatz einer risikoarmen Anlage errechnet.

Dem Risiko Beachtung schenken

Im Sirea-Zinssatzmodell wird der Nettozinssatz aus fünf Komponenten aufgebaut. Diese lassen sich in Aspekte des Immobilienmarktes und solche des spezifischen Objekts gruppieren. Die Abgrenzung der einzelnen Komponenten ist nicht immer eindeutig, da sie nicht vollständig unabhängig sind. Für die Herleitung des Zinssatzes sind die Erfahrung des Immobilienbewerter und die Beziehung von Referenzwerten massgeblich.

In einer Immobilienbewertung hat der Bewerter die quantifizierbaren Geldflüsse in den entsprechenden Ertrags- und Aufwandpositionen zu berücksichtigen. Da es sich um Betrachtungen über die Zukunft handelt, stellen diese Geldflüsse immer unsichere Erwartungswerte dar. Entsprechend gilt es, den Risiken im Zinssatz Beachtung zu schenken.

Eine der grössten Herausforderungen in der heutigen Immobilienwelt ist die Bestimmung des Basiszinssatzes als Ausgangslage des Zuschlagsmodells. Traditionellerweise konnten Immobilienbewerter dabei verlässlich die Herleitung aus den risikolosen, langfristigen Bundesobligationen übernehmen. Durch die jüngsten Eingriffe der Nationalbank in die schweizerische Zinsstruktur sind diese Herleitungen schwierig bis unmöglich geworden.

Im Skript wird der Aufbau eines «Risikoarmen Immobilien-Basiszinssatzes» beschrieben. Es handelt sich dabei

um eine neue Definition, basierend auf einem empirischen Datenhintergrund. Hat der Bewerter den risikoarmen Immobilien-Basiszinssatz definiert, kann er einen synthetischen Nettozinssatz für jede beliebige Liegenschaft in der Schweiz herleiten.

Das neue Skript vervollständigt die Lehrmeinung in einer Darstellung und Überarbeitung des Aufbaus des Nettozinssatzes nach der herkömmlichen Eigenkapital- und Fremdkapitalmethode. Weil, ähnlich wie bei der Bestimmung des Basiszinssatzes, die Definition der Kosten für das Fremdkapital ebenfalls den Verwerfungen der Tiefzinsphase unterliegen, wurde auch dieser Teil bedeutend überarbeitet. Das Skript schliesst mit der Illustration des analytischen Modells und dem Aufbau vom Nettozinssatz bis zum Bruttozinssatz und fügt am Ende noch ein Kapitel über die Offenlegung von Zinssätzen in der Schweiz bei.

Zur Förderung der Konsistenz im Bewertungsalltag verfolgen Sirea und SIV das Ziel, den empfohlenen risikoarmen Immobilienbasissatz periodisch zu veröffentlichen und so breit zugänglich zu machen.

DER ZINSSATZ IN DER PUBLIKATIONSREIHE SIV-THEMENHEFT
Das neue Zinssatzskript ist Gegenstand der Schulungsunterlagen von Sirea in ihren Fachhochschullehrgängen und den Weiterbildungskursen wie etwa dem «Refresher». Die Skripte sind Begleitmaterial zu den Weiterbildungen und damit Lehrgangs- und Weiterbildungsteilnehmern zugänglich. Als Selbstlernmaterial eignen sie sich nur bedingt. Sirea und SIV werden zum Thema «Zinssätze» ein weiteres SIV-Themenheft veröffentlichen, worin noch weitere Vorgehensweisen und Definitionen aufgezeigt werden. Die Erscheinung ist für 2019 vorgesehen.
> Mehr Informationen zu Lehrgängen, Skripten, Themenheften: info@sirea.ch, Telefon 044 322 10 10.



Dagmar Knoblauch
MAS REM FHO in Valuation;
Stv. Geschäftsführerin Sirea
Program Manager, Mitglied der Methodikgruppe und der Prüfungskommission Sirea.