

Immobilien

Der Basiszins – Eine Frage der Berechnung

Von Dr. Ronny Haase, Partner bei Wüest & Partner, verantwortlich für «Markt und Research»



Renditeigenschaften sind prädestiniert, um mit finanzmathematischen Verfahren bewertet zu werden. Typischerweise wird die Immobilie als Investition betrachtet, deren Wert sich aus dem erzielbaren Ertrag und den damit einhergehenden Renditeerwartungen ableiten lässt. Die Renditeerwartungen finden ihren Ausdruck in den Diskontierungs- bzw. Kapitalisierungssätzen. In der Theorie und Praxis lassen sich die Renditeerwartungen am Kapitalmarkt ableiten, sofern dafür Beobachtungen wie beispielsweise Immobilientransaktionen vorliegen. Sollte dies nicht möglich sein, ist es bei der Immobilienbewertung üblich, eine Risikokomponenten-Methode einzusetzen. Ausgehend von einem Basiszinssatz und einem Zuschlag für die Illiquidität der Immobilienanlage sind zusätzlich objektspezifische Zu- und Abschläge zu ergänzen.

Auf welchem Weg der Basiszinssatz zu bestimmen ist, wird in Theorie und Praxis vielseitig diskutiert. Einigkeit herrscht bei der Annahme, dass der Basiszinssatz der Rendite einer risikofreien Anlagealternative zum Bewertungszeitpunkt entsprechen soll. Die Risikolosigkeit fundiert im Wesentlichen auf drei Grundannahmen: Es existiert weder ein Ausfall-, noch ein Termin-, noch ein Währungsrisiko. In der Regel wird auf einen langfristigen Zinssatz – typischerweise 10jährige Bundesobligationen – verwiesen. Die Aufgabe des Basiszinssatzes zum Bewertungszeitpunkt der Im-

moblie ist die Abbildung einer sicheren und laufzeitäquivalenten Opportunitätsrendite am Kapitalmarkt. Die Rendite muss also zum Bewertungszeitpunkt realisierbar (Stichtagsprinzip) und zeitlich kongruent mit den zukünftigen Zahlungen des Bewertungsobjektes (Laufzeitäquivalenz) sein sowie die Zinsstruktur des Kapitalmarktes adäquat berücksichtigen.

Nach wie vor ist es bei der Immobilienbewertung üblich, bei der Ableitung eines Basiszinses auf berechnete historische Durchschnittsrenditen oder auf einen Stichtagszins zum Bewertungszeitpunkt abzustellen. Für die Berechnung eines historischen Durchschnitts ist zu entscheiden, welches Intervall und welcher Zeitraum zur Anwendung kommen. Zudem bleibt offen, ob ein geometrisches oder ein arithmetisches Mittel zu berechnen ist. Allein die regellos und somit subjektiv festzulegenden Determinanten der Berechnung und die Tatsache, dass zukünftige Zahlungsüberschüsse mit historischen Renditen verglichen werden sollen, zeigt die konzeptionelle Inkonsequenz dieses Ansatzes auf. Vergangene Entwicklungen werden in die Zukunft extrapoliert. Kommt dagegen ein Stichtagszins zum Bewertungszeitpunkt zum Einsatz, ist zumindest die Zukunftsorientierung gegeben. Allerdings stellt sich die Frage, welche Restlaufzeit die Staatsanleihen aufweisen sollen. Es ist offensichtlich, dass allein aufgrund der Wahl- und Berechnungsmöglichkeiten die Höhe des Basiszinssatzes divergieren kann.

In den letzten Jahren erfolgt vermehrt der Hinweis auf die Verwendung von Zinsstrukturkurven. Die am Kapitalmarkt anzutreffende Zinsstruktur bildet die Beziehung zwischen der Laufzeit und der Rendite von Staatsanleihen ab. Es wird somit der Zukunftsbezogenheit und dem Stichtagsprinzip Rechnung getragen und gleichzeitig kann eine vollständige Laufzeitäquivalenz gewährleistet werden.

Zusammengefasst favorisieren die strenge Theorie bzw. die einschlägige Literatur den Einsatz von Zinsstrukturkurven. Sollten sich jedoch in der Praxis die Renditeerwartungen der Investoren allgemein an den Durchschnittsrenditen der Vergangenheit orientieren, werden sich diese Vorstellungen auch bei der Zahlungsbereitschaft respektive bei den Netto-Anfangsrenditen der Immobilientransaktionen wiederfinden. Zu guter Letzt stellt sich bei einer gewissen Gruppe von Investoren die Frage nach der Opportunitätsrendite nur eingeschränkt, wenn der Zweck der Gesellschaft der Erwerb, das Halten und Veräußern von Immobilien ist.

ronny.haase@wuestundpartner.com

www.wuestundpartner.com