

# Marktwert und Marktpreis

Viele Immobilienbewerter werden immer wieder verunsichert. Ein sorgfältig errechneter Verkehrs- bzw. Marktwert wird am Markt zum Teil erheblich übertroffen, auch nach einer Überprüfung mit den heute sehr gut bestückten Datenbanken<sup>1</sup>.



Wie viel müsste wohl für diese Anlageliegenschaft bezahlt werden (Preis), aber wie hoch finanziert eine Bank (abhängig vom Wert)?

HANS RUDOLF HECHT

**WERT UND PREIS SIND NICHT DASSELBE.** Die Unterscheidung von Wert und Preis gehört zu den wichtigsten Grundsätzen im Schätzungswesen. Nicht zufällig zählt diese Unterscheidung – als allererste Regel überhaupt – zu den Kernaxiomen von Kaspar Fierz<sup>2</sup>. Auch in den Swiss Valuation Standards (SVS) wird diese wichtige Unterscheidung hervorgehoben<sup>3</sup>. Wer diese beiden Begriffsinhalte nicht sauber auseinander hält, dürfte in unserer Branche nicht glücklich werden.

**ES GAB AUCH SCHON ANDERE ZEITEN.** In der Zeit der grossen Immobilienkrise zu Beginn der 1990er-Jahre wurden die – mehrheitlich sicher sorgfältig errechneten – Verkehrswerte am Markt einfach nicht mehr bezahlt. Mit dramatischen Folgen, denn nach kurzer Zeit waren die angeblich hypothekarisch gesicherten Bankenkredite nicht mehr gedeckt, was die Banken dazu zwang, zusätzliche Amortisationen oder weitere Sicherheiten zu verlangen. Wer diese nicht liefern konnte, wurde unter Umständen betrieben mit der Folge,

dass das pfandgebende Haus verkauft oder versteigert wurde und – typisch für eine Immobilienkrise – ein weniger hoher Preis gelöst wurde, als der damalige Verkehrswert ausgemacht hätte. Ein Verkehrswert, der eine hohe Hypothek überhaupt erst möglich gemacht hatte. Dieses Szenario konnten wir in den USA von 2007 bis 2010 erleben.

**HEUTE IST DAS GANZ ANDERS.** Das meinen viele – auch wenn es sich hier nicht um eine gesicherte Erkenntnis handelt. Historisch sehr tiefe Zinsen sind verantwortlich, dass Häuserpreise schneller wachsen als Bewertungsexperten ihre Schätzungen anpassen können. Seit einiger Zeit haben Banken begonnen die Tragbarkeit von selber genutztem Wohneigentum mit einer Verzinsung von 5% sowie einer Amortisation von 1% zu prüfen. Wer das notwendige Einkommen (meist das dreifache der errechneten Durchschnittskosten des Wohneigentums) nicht aufwies, bekam entweder gar keinen Kredit oder musste sich mit einer verringerten Bezahlung zufrieden geben.

Damit wurde zwar das Preiswachstum im Bereich des selber genutzten Wohneigentums eingedämmt, aber bei Mehrfamilienhäusern werden weiterhin hohe oder überhöhte Preise bezahlt, die bewertungsmässig kaum begründet sind. Der Anlagenotstand ist derzeit so gross, dass Anleger ihre Eigenkapitalverzinsung teilweise bis auf 0% heruntergefahren haben.

**MÜSSEN WIR DIE BEWERTUNGEN ANPASSEN?** Steigen die Preise von Liegenschaften mehr und mehr (neudeutsch nachhaltig), kommen Bewertungsexperten unter Druck. Es ist zwar richtig, dass ein einziger Preisausreisser allein diesen Druck nicht herstellt. Heute werden aber – vor

allem im Bereich von Mehrfamilienhäusern – vielfach und immer wieder höhere Preise bezahlt als Bewertungsexperten errechnet haben. Weil dies dann als neue Norm galt, wurden die Diskontsätze heruntergefahren.

» Die Dinge haben nur den Wert, den man ihnen verleiht.«

Molière

**KAPITALKOSTEN SIND NUR EIN TEIL DER IMMOBILIENKOSTEN.** Die tiefen bzw. negativen Zinsen treffen nur die Eigenkapital- und Fremdkapitalverzinsung, Unterhaltskosten, zyklische Überholungen, Betriebskosten, Leerstände, Managementkosten etc. hingegen werden durch tiefe Zinsen nicht beeinflusst. Liegenschaften müssen unterhalten werden, und die Renovationszyklen werden deshalb weder länger noch günstiger.

Somit stehen wir vor dem Problem, dass wir zwar die Kapitalverzinsung herunterfahren können, nicht aber die Betriebs- und Unterhaltskosten sowie die zyklischen objektspezifischen Instandsetzungen, die in gleicher Höhe anfallen.

Wenn Experten an die Marktpreise angepasst werden, dass nicht nur die Kapitalverzinsung verringert (oder gar auf sie verzichtet) wird, sondern auch noch am Unterhalt und an den zyklischen Instandsetzungen budgetmässig gespart wird, kommt es zu einer gefährlichen Wette auf die Zukunft.

**MARKTPREISE.** Marktpreise können immer erst im Nachhinein herausgefunden werden, nämlich dann, wenn eine Transaktion bekannt wird. In der Schweiz bleiben Transaktionspreise geheim. Ganz anders im Vereinigten Königreich, dort kann man parzellengenau herausfinden, wann und zu welchem Preis eine Liegenschaft verkauft worden ist.

Wer meint Marktpreise lassen sich genau schätzen, muss wissen, dass es sich hier um eine Prognose über die Zu-

kunft handelt. Genauso wenig wie Börsenkurse vorausgesagt werden können, können wir zukünftige Transaktionspreise von Immobilien voraussagen. Natürlich ist es möglich – wenn genügend Daten vorliegen –, eine Annäherung für analoge Immobilien an vergleichbaren Lagen zu erstellen. Dabei werden aber unausgesprochen (im Jargon implizierte) Annahmen getroffen, die den meisten nicht immer wirklich klar sind.

Der Griff auf eine Datenbank mit Vergleichspreisen führt immer in die Vergangenheit. Verwenden wir diese alten Daten und sagen daraus die Zukunft voraus (wir nennen dies eine Extrapolation), nehmen wir unausgesprochen an, dass sich der künftige Markt genau gleich verhält wie der frühere. Auch wenn dies nur eine implizite Annahme darstellt, ist das eine Unterstellung mit sehr grosser Tragweite.

Solange sich der Markt gleichförmig entwickelt – sei es aufwärts oder abwärts –, können mit dieser impliziten Annahme sicher recht gute Ergebnisse erzielt werden. Wehe aber, der Markt führt wieder eine seiner Korrekturen durch. Tatsächlich ist es in der Wirtschaft so, dass Gleichförmigkeit eine Ausnahme darstellt, und Korrekturen, Krisen und Veränderungen eher die Regel sind. Dann ist der Rückgriff auf alte Daten nicht zweckdienlich. Zudem ist der Markt nicht in der Lage, uns im Voraus zu warnen, wenn er eine seiner Kapriolen schlägt.

**INTERNATIONALES ZINSUMFELD.** Zinsmässig gesehen ist die Schweiz keine Insel. Entscheide der Europäischen Zentralbank oder des Federal Reserve der USA wirken sich rasch auf das Zinumfeld in der Schweiz aus, unabhängig davon, ob die schweizerische Volkswirtschaft mit der neuen Zinshöhe umgehen kann. Auch wenn wir derzeit bei uns keinerlei Inflation erkennen können und der Schweizer Franken auch wirklich keine höheren Zinsen gebrauchen kann, werden allfällige neu aufkeimende Inflationsschübe, wie zum Beispiel in den USA, das FED dazu bewegen, die Zinsen in Amerika zu

erhöhen, was Druck auf die Zinsen in Europa und in der Schweiz auslösen dürfte.

Es hängt somit nicht allein von uns ab, ob die Zinslandschaft so bleibt, wie sie derzeit ist. Die nächsten zwei bis drei Jahre sind vielleicht noch halbwegs übersichtlich. Aber Immobilienanlagen haben einen langfristigen Horizont, und dies müsste in Bewertungen von Immobilien klar berücksichtigt werden.

**SCHLUSSFOLGERUNGEN.** Immobilienbewertungen stellen Momentaufnahmen dar, bei denen wir uns auf die aktuelle Zinssituation abstützen. Diese Arbeitsweise steht im Widerspruch zur Langfristigkeit, die eine Immobilieninvestition in aller Regel darstellt. Aus diesem Grund sind Überlegungen zur mittel- und langfristigen Zinslandschaft notwendig und den Kunden offenzulegen. Dafür werden jeweils Immobilienwerte ermittelt oder errechnet. Im Gegensatz dazu können Immobilienpreise nicht vorhergesagt werden, denn Preise bilden sich am Markt durch die Aktion von Individuen, die als Menschen rechnerisch allein nicht erfasst werden können.

**HINWEIS**

Wert und Preis sind nicht dasselbe, das sagte nicht nur Kaspar Fierz (siehe Quellenangabe), sondern lange vor ihm Personen, die wir kaum mit der Immobilienwirtschaft in Verbindung bringen. Diese Aussagen zeigen aber auch, dass die Unterscheidung von Wert und Preis kein neues Thema ist. Unseren Vorvorfahren war schon klar, dass es Werte und Preise gibt, die streng auseinandergehalten werden müssen.

Molière (1622 – 1673): «Die Dinge haben nur den Wert, den man ihnen verleiht», und Oscar Wilde (1854 – 1900): «Heute kennt man von allem den Preis, von nichts den Wert» (Lord Darlington in Windermeres Fächer).

<sup>1</sup> In der Schweiz werden Datenbanken schwülstig auch als hedonisch bezeichnet. Im Gegensatz zu Datenbank verletzt jener für die meisten Menschen völlig unverständliche Begriff die Grundregel, dass Experten ihre Arbeitsweise den Laien zugänglich machen und sich nicht mit einer Aura von höherem Wissen hinter nichtsagenden mystischen Ausdrücken verstecken sollten.

<sup>2</sup> Kaspar Fierz, Regel 1 in «Der Schweizer Immobilienwert», 5. Auflage, Seite 23

<sup>3</sup> Swiss Valuation Standards (SVS), Ausgabe 2007, Seite 27

**HANS RUDOLF HECHT**  
Der Autor befasst sich seit mehr als 30 Jahren mit der Bewertung von Liegenschaften und führt die Hecht Immo Consult AG in Basel.



ANZEIGE

**swiss**  
valuation group

Bewertung von Immobilienportfolios und Einzelobjekten

Basel	061 301 88 00
Bern	031 331 80 22
Zürich	044 380 42 00
St. Gallen	071 552 07 20

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