ALTERSVORSORGEPLANUNG

Können niedrige Finanzierungszinsen die Rendite einer Immobilieninvestition retten?

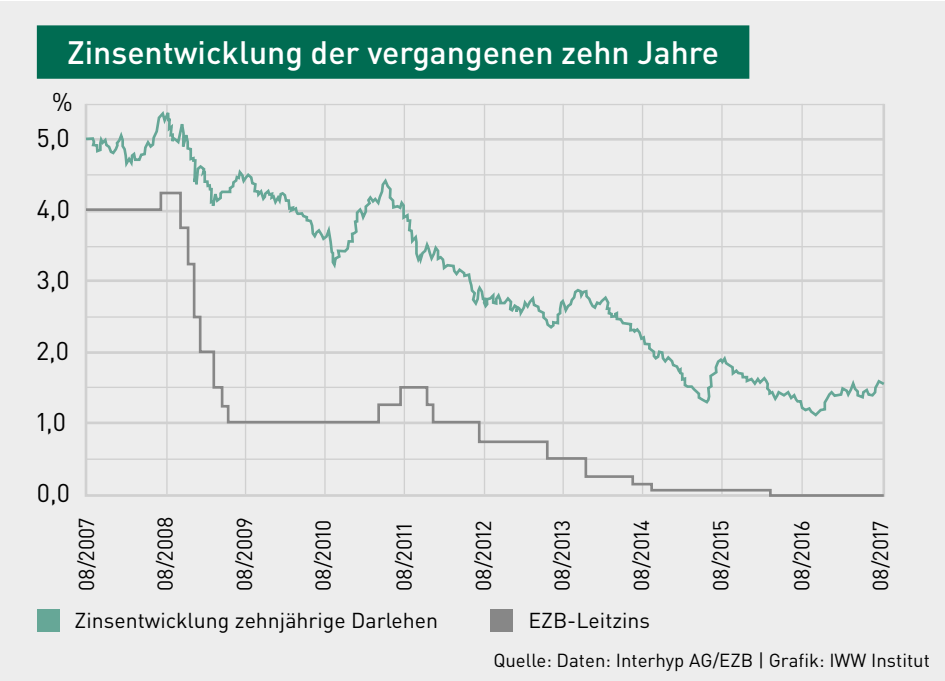
von Dipl.-Kfm. StB Dirk Klinkenberg, www.curator.de, Bergisch-Gladbach

| Die aktuelle sehr niedrige Zinssituation ist ein Problem für den Aufbau einer vernünftigen Altersvorsorge; denn der Zinseszinseffekt ist schwach. In dieser Situation gibt es zwei Wege. Nach dem Motto „mehr Risiko = mehr Rendite" können risikoreichere Bausteine für die Altersvorsorge genutzt werden. Oder man dreht den Spieß um, erwirbt „sichere" Immobilien und nutzt die Zinssituation zum eigenen Vorteil aus, weil auf der anderen Seite auch die Finanzierungskosten gesunken sind. In diesem Artikel wollen wir den zweiten Weg kritisch durchleuchten. |

1. Zinsentwicklung für Immobiliendarlehen 2007–2017

Rückläufige Zinsentwicklung in den letzten zehn Jahren

In den letzten zehn Jahren kannten die Zinsen nur eine Richtung – nach unten. Der durchschnittliche Zinssatz ist für zehnjährige Festdarlehen von 5,0 % auf 1,5 % gesunken und damit der niedrigste Zinssatz seit 40 Jahren.



2. Welche Renditekennziffern sind sinnvoll?

Verschiedene Renditekennziffern stehen zur Auswahl

Auf die Frage, welche Rendite eine Immobilieninvestition abwerfen wird, antwortet der Fachmann: Welche Rendite meinen Sie denn? Deshalb sollte man zunächst wissen, welche typischen Renditekennziffern es gibt und wie sie zu beurteilen sind.

Eckdaten

Der Berechnung aller folgenden Renditekennziffern liegen diese Eckdaten zugrunde:		
		EUR
Kaufpreis Gebäude		360.000
Kaufpreis Grundstück		40.000
Nebenkosten 12 % (6,5 % Grunderwerbsteuer; 3,5 % Makler; 2 % Notar etc.)	12,0 %	48.000
Gesamtaufwand		**448.000**
Verkehrswert nach Kauf		**400.000**
Prognose Wertsteigerung p.a.	2,0 %	8.000
Eigenkapitaleinsatz	20,0 %	**89.600**
Finanzierung	80,0 %	
Finanzierungsvolumen		**358.400**
Annuitätendarlehen 10 Jahre fest		
Zinssatz	1,5 %	5.376
anfängliche Tilgung	3,5 %	12.544
Annuität p.a.		17.920
Instandhaltungskostenpauschale		
1 % der Anschaffungskosten p.a.		**4.000**
Kaltmiete p.a.		**12.000**
Prognose Mietsteigerung p.a.	2,0 %	

2.1 Bruttomietrendite

Diese Renditekennziffer wird sehr gerne als erster Hinweis genutzt, ob sich eine Investition überhaupt lohnen könnte. Als Faustregel gilt, dass sie bei Eigentumswohnungen in der Regel zwischen 4 % und 5 %. liegen sollte. Bei weniger als 4 % Bruttomietrendite gilt: Finger weg.

Faustregel: Unter 4 % Finger weg!

Bruttomietrendite

Definition: Jahreskaltmiete durch Verkehrswert
Unser Wert: 12.000 EUR durch 400.000 EUR = 3,0 %
Ergebnis: Nach der Faustregel eigentlich: „Finger weg."

PRAXISHINWEIS | Aus objektiver Sicht ist die Bruttomietrendite aber kaum geeignet, eine qualifizierte Aussage zu treffen. Zu viele Einflussfaktoren bleiben unbeachtet – unter anderem die Instandhaltungs- und Verwaltungskosten, die Wertentwicklung des Objekts und die Höhe des Finanzierungszinssatzes. Diese Kennziffer ist als Orientierung und damit für eine Entscheidung komplett ungeeignet.

Bruttomietrendite ist für Entscheidung ungeeignet

2.2 Nettomietrendite

Kennziffer berücksichtigt Instandhaltungs und Verwaltungskosten

Neben der Bruttomietrendite wird oft auch die Nettomietrendite zur Beurteilung herangezogen. Sie berücksichtigt zumindest die Instandhaltungs- und Verwaltungskosten. Sie liegt deswegen unter der Bruttomietrendite.

■ Nettomietrendite

Definition: Reinertrag (= Jahreskaltmiete minus Instandhaltungs- und Verwaltungskosten) durch Verkehrswert
Unser Wert: 8.000 EUR durch 400.000 EUR = 2,0 %
Ergebnis: Finger weg. 2 % Rendite sind auch am Kapitalmarkt erzielbar.

Nettomietrendite taugt nicht für Entscheidungen

PRAXISHINWEIS | Aus objektiver Sicht ist die Nettomietrendite kaum besser als die Bruttomietrendite. Auch hier bleiben zu viele Einflussfaktoren, wie z. B. die Höhe des Finanzierungszinssatzes, unbeachtet. Allerdings erlaubt diese Renditekennziffer zumindest einen ersten Vergleich zu einer alternativen Investition in eine Kapitalanlage – jedoch vor Finanzierungskosten und Steuern. Jedoch sollte der Vergleich mit einer anderen Kapitalanlage neben dem Renditevergleich auch die völlig unterschiedlichen Risiken zwischen z. B. einem internationalen Aktienfonds und einer Einzelimmobilie berücksichtigen.

2.3 Rendite auf das eingesetzte Eigenkapital

Kennziffer berücksichtigt zusätzlich Wertentwicklung

Diese Renditekennziffer berücksichtigt nicht nur den Finanzierungszinssatz, sondern auch die Wertentwicklung der Immobilie und wird dadurch deutlich aussagekräftiger.

■ Rendite auf das eingesetzte Kapital

Definition: Immobilienertrag durch eingesetztes Eigenkapital.

Immobilienertrag = Kaltmiete + Wertsteigerung ./. Instandhaltung ./. Zinsen

Unsere Werte:		**1. Jahr**	**1. Jahr** Alternativ*	**6. Jahr**
Kaltmiete		12.000	12.000	13.250
Instandhaltung		–4.000	–4.000	–4.000
Zinsen		–5.376	–5.376	–4.307
Wertentwicklung der Immobilie	2,0 %	8.000	8.000	8.833
Vermögensverlust durch Anschaffungsnebenkosten	12,0 %		**–48.000**	
Immobilienertrag		**10.624**	**–37.376**	**13.776**
eingesetztes Eigenkapital		89.600	89.600	89.600
Rendite vor Steuern		**11,86 %**	**–41,71 %**	**15,38 %**
Rendite nach Steuern (Spitzensteuersatz ohne KiSt)		**14,55 %**		**16,92 %**

*Mit Berücksichtigung des Vermögensverlustes in Höhe der Kaufnebenkosten.

Ergebnis: Ohne Berücksichtigung der Anschaffungskosten ist die Rendite hervorragend! Wesentlicher Treiber ist die Wertentwicklung von 2 % p.a. Sie allein ist im ersten Jahr für 75 % der Gesamtrendite verantwortlich (im sechsten Jahr: 64 %). Das steuerliche Ergebnis der Immobilie ist negativ. Die Werbungskosten [Zinsen, AfA, Instandhaltung etc.] sind höher als die Mieteinnahmen. Deshalb ist die Rendite nach Steuern sogar höher als vor Steuern.

Anschaffungsnebenkosten haben einen starken Hebel

PRAXISHINWEIS | Aber das hervorragende Ergebnis gilt nur, so lange man die Nebenkosten des Erwerbs außer Acht lässt. Nebenkosten fallen an, ändern aber nichts am Wert des Objekts. Sie müssen im Laufe der Zeit aufgeholt werden (vgl. „1. Jahr alternativ").

2.4 Rendite auf das Nettovermögen (gebundenes Eigenkapital)

Diese Renditekennziffer unterscheidet sich von der vorhergehenden dadurch, dass hier der Immobilienertrag in Relation zum sich verändernden Nettovermögen (gebundenes Eigenkapital) ermittelt wird.

Rendite auf das gebundene Eigenkapital

Definition: Immobilienertrag durch Nettovermögen

Unsere Werte	1. Jahr	6. Jahr
Immobilienertrag (siehe oben)	**10.624**	**13.776**
Nettovermögen (nach Kauf bzw. Anfang 6. Jahr)	41.600	148.301
Rendite vor Steuern	**25,54 %**	**9,29 %**
Rendite nach Steuern (Spitzensteuersatz ohne KiSt)	**31,33 %**	**10,22 %**

Ergebnis: Obwohl der absolute Ertrag in unserem Beispiel vom ersten bis zum sechsten Jahr um fast 30 % steigt, sinkt die Rendite auf das Nettovermögen bis zum sechsten Jahr deutlich, weil das Nettovermögen durch die Darlehenstilgung noch deutlicher um 356 % steigt.

Anschaffungsnebenkosten führen zu paradoxem Ergebnis

PRAXISHINWEIS | Diese Renditekennziffer bildet die Renditeentwicklung einer Immobilie im Grundsatz noch besser ab. Aber an einer Stelle ist große Vorsicht geboten. Weil wir uns auf das Nettovermögen nach Kauf beziehen, führt eine Steigerung des Anfangsverlustes mathematisch zu einer höheren Rendite. In unserem Fall ist die Rendite im ersten Jahr deutlich erhöht, weil der Vermögensverlust durch die Anschaffungsnebenkosten das Nettovermögen stark reduziert.

89.600 Eigenkapitaleinsatz
- 48.000 Vermögensverlust durch Kaufnebenkosten
41.600 Nettovermögen nach Kaufvorgang

Wenn man nur ein Eigenkapital in Höhe der Kaufnebenkosten einsetzen würde, wäre das Nettovermögen nach Kauf 0 EUR. Bei einem positiven Ertrag hätte man eine unendlich hohe Rendite.

Dieses Paradoxon machen sich professionelle Immobilienverkäufer zu nutze. Ein geringer Eigenkapitaleinsatz in der Musterberechnung puscht die Rendite dann genau so weit nach oben, dass sie attraktiv ist, aber gerade noch glaubwürdig.

3. Veränderung der Rendite durch die niedrigen Zinsen

Fremdkapitalzins und die beiden Eigenkapitalrenditen

Jetzt wollen wir uns anschauen, wie sich die Renditen durch die gesunkenen Zinsen verändert haben. In den Alternativberechnungen lassen wir alle Werte gleich und verdoppeln den Zinssatz von 1,5 % auf 3,0 %. Das erscheint in der heutigen Zinslandschaft sehr viel. Mit Blick auf die Zinskurve können wir aber sehen, dass dies ein Wert ist, mit dem man noch im Jahr 2012 kalkulieren musste. Ergebnis: Auch nach einer Verdopplung des Zinssatzes sind die Renditen immer noch sehr attraktiv. Der Einfluss des Refinanzierungszinssatzes auf die Rendite ist also nicht so groß, wie mancher glaubt.

Renditevergleich

Veränderung der Rendite auf das eingesetzte Eigenkapital	**1. Jahr**	**6. Jahr**
Rendite nach Steuern (bei 1,5 % Zinsen)	14,55 %	16,92 %
Rendite nach Steuern (bei 3,0 % Zinsen)	11,21 %	14,30 %
Veränderung in Prozentpunkten	–3,34 %	–2,62 %
Veränderung der Rendite auf das Nettovermögen	**1. Jahr**	**6. Jahr**
Rendite nach Steuern (bei 1,5 % Zinsen)	31,33 %	10,22 %
Rendite nach Steuern (bei 3,0 % Zinsen)	24,14 %	8,50 %
Veränderung in Prozentpunkten	–7,19 %	–1,72 %

4. Die Gesamtrendite über die Laufzeit entscheidet

Die laufende Rendite ist aber nur ein Aspekt der Wirtschaftlichkeitsbetrachtung ist. Ob sich eine Immobilie wirklich rechnet, weiß man immer erst, wenn man sie wieder verkauft hat oder – alternativ – zum Ende des Betrachtungszeitraums realistisch bewerten lässt.

Annahmen der Wirtschaftlichkeitsbetrachtung

Wir wollen uns die Gesamtrendite für unsere Beispielimmobilie mit der hervorragenden laufenden Rendite anschauen. Dazu wählen wir einen Zeitraum von zehn Jahren. Dann haben wir den ersten realistischen Handlungszeitpunkt. Nach Ablauf der Zinsbindung besteht Handlungsfreiheit hinsichtlich der Finanzierung (keine Vorfälligkeitsentschädigungen bei Tilgung). Und steuerlich ist die Zehn-Jahres-Frist des privaten Veräußerungsgeschäfts nach § 23 Abs. 1 Nr. 1 EStG abgelaufen. Der Verkauf ist steuerfrei. Die Überlegung lautet jetzt: Welches Kapital erhalten wir am Ende, wenn wir am Anfang 89.600 EUR bereitstellen und welcher durchschnittlichen Verzinsung entspricht dies?

Die Berechnungen sind zu umfangreich, um sie hier komplett abzubilden. Deshalb wollen wir uns auf die Darstellung der Ergebnisse von drei denkbaren Szenarien beschränken:

Durchschnittsverzinsung über 10 Jahre

Szenario	1 Ausgangslage	2 Höherer Zinssatz	3 Keine Wertsteigerung
Zinssatz Darlehen	1,50 %	3,00 %	1,50 %
Wertsteigerung Immobilie	2,00 %	2,00 %	0,00 %
	EUR	EUR	EUR
Eigenkapitaleinsatz	89.600	89.600	89.600
Vermögensverlust Nebenkosten	–48.000	–48.000	–48.000
Nettovermögen nach Kauf	**41.600**	**41.600**	**41.600**
Summe liquide Ergebnisse der ersten 10 Jahre nach Steuern	–72.234	–105.923	–72.234
Wert der Immobilie nach 10 Jahren	487.957	487.957	400.000
Restschuld Darlehen nach 10 Jahren*	–223.198	–212.368	–223.198
Nettovermögen nach 10 Jahren	**192.525**	**169.666**	**104.568**
Ergebnis: Vermögenszuwachs in 10 Jahren	**102.925**	**80.066**	**14.968**
Welchen Durchschnitts-Zinssatz nach Steuern braucht man über 10 Jahre, um dieses Endvermögen zu erreichen?			
Wiederanlage mit 0 %	11,5 %	8,9 %	1,7 %
Wiederanlage mit Zinseszins in Höhe der Immobilienrendite	8,0 %	6,6 %	1,5 %

Ergebnis: Mit einer Wertsteigerung von 2 % p.a. und dem niedrigen Darlehenszinssatz von 1,5 % ist die Immobilie jeder Kapitalanlage überlegen, da die Kapitalanlage nach Steuern mindestens 8 % p.a. erzielen müsste. Die Erhöhung des Darlehenszinssatzes verschlechtert zwar die Rendite auf 6,6 %, aber auch diese ist mit einer risikoarmen Kapitalanlage nur schwer zu erzielen. Steigt die Immobilie hingegen nicht im Wert, sinkt die notwendige Rendite einer alternativen Kapitalanlage auf 1,5 %.

Auswirkungen von Zinssatz versus Wertsteigerung

Die Auswirkungen einer Veränderung des Zinssatzes (Vergleich Szenario 1 mit 2) sind viel geringer als die Auswirkungen einer Veränderung des Wertsteigerungspotenzials der Immobilie (Vergleich Szenario 1 mit 3). Es gilt der alte Kaufmannsspruch: „Der Gewinn liegt im Einkauf." Wenn die Musterimmobilie nach 10 Jahren aufgrund eines überhöhten Kaufpreises oder einer schlechten Entwicklung des Standorts nur noch für 380.000 EUR zu verkaufen wäre, wäre die Rendite sogar negativ. Nur wenn für eine Immobilie ein Preis bezahlt wird, der bis zum Zeitpunkt einer möglichen Veräußerung eine Wertsteigerung zulässt, wird man eine gute Rendite erhalten.

PRAXISHINWEIS | Deshalb sollte man sich sehr viel mehr mit den Entwicklungsperspektiven des jeweiligen Immobilienstandorts beschäftigten als mit den letzten Zehnteln des Zinssatzes. Wie ist am jeweiligen Standort der Wohnraumbedarf – nicht jetzt, sondern in zehn oder 20 Jahren? Wächst diese Stadt durch eine gute Arbeitsmarktsituation oder nicht? etc.

Wiederanlagefiktion

Einen entscheidenden Einfluss auf den notwendigen Vergleichszinssatz hat die Wiederanlagefiktion. Wer sie nicht kennt, kann die Renditeberechnung nicht einordnen. Für unsere Musterimmobilie liegt die Wahrheit irgendwo in

der Mitte, denn der Wertsteigerungseffekt hat einen Zinseszinseffekt, die Wiederanlage der freien Mittel eher nicht.

Liquidität

Unsere Musterimmobilie ist zu einem günstigen Zinssatz finanziert und hat eine hervorragende Nettovermögensrendite. Das liquide Ergebnis ist in den nächsten Jahren aber immer negativ.

Laufende Liquidität

	1. Jahr	3. Jahr	6. Jahr
Kaltmiete	12.000	12.485	13.250
Instandhaltung	–4.000	–4.000	–4.000
Annuität	–17.920	–17.920	–17.920
Liquides Ergebnis vor Steuern	**–9.920**	**–9.485**	**–8.670**
Steuerentlastung	2.410	2.096	1.383
Liquides Ergebnis nach Steuern	**–7.510**	**–7.389**	**–7.287**

In den nächsten zehn Jahren muss für diese Immobilie nach Steuern eine Liquidität von 72.000 EUR aus zukünftigem Einkommen oder anderem Vermögen bereitgestellt werden. Das sind im Schnitt 7.200 EUR pro Jahr bzw. 600 EUR pro Monat.

5. Fazit

Wer diese Immobilie kauft und zehn Jahre behält, bindet das Eigenkapital zweimal: Das Eigenkapital von 89.600 EUR steckt für die nächsten zehn Jahre in der Immobilie. Und man geht einen auf zehn Jahre verbindlichen monatlichen Dauerauftrag über 600 EUR ein. Dieser – gut verzinste – „Sparplan" kann dann nicht so einfach gestoppt werden, sondern beschränkt Ihre zukünftige monatlich frei verfügbare Liquidität.

Es kommt im Wesentlichen auf das Wertsteigerungspotenzial an

Es gilt also noch immer: „Lage, Lage, Lage". Nur wenn der Kaufpreis ein Wertwachstum in den nächsten zehn bis 20 Jahren zulässt, kann am Ende eine vernünftige Rendite herauskommen. Ein überteuerter Einkauf ruiniert jede Kalkulation. Deshalb ist es wichtig, sich mit dem Wohnraumbedarf und der Arbeitsmarktsituation am Standort der Immobilie nicht für den heutigen Zeitpunkt, sondern zum Zeitpunkt in zehn oder 20 Jahren zu befassen.

Liquidität geht vor Rentabilität

Das Wichtigste: Rendite ist nicht so wichtig wie Liquidität. Schauen Sie immer, welche Liquiditätsbindung eine Immobilie auslöst. Immobilien binden nicht nur das vorhandene Eigenkapital, sondern oft auch einen Teil Ihrer zukünftigen Liquidität. Wenn am Ende weniger Rendite herausgekommen ist, kann man das verkraften. Wenn Ihnen Ihre Immobilien die Liquidität für einen angemessenen Lebensstandard rauben, ist das Problem viel größer.

ZUM AUTOR | Diplom-Kaufmann Dirk Klinkenberg, Steuerberater bei der CURATOR Treuhand- und Steuerberatungsgesellschaft mbH mit Hauptsitz in der Schlossstraße 20, 51429 Bergisch Gladbach, Tel.: 02204-9508-200 und einer Niederlassung in der Gohliser Str. 11, 04105 Leipzig. Tätigkeitsschwerpunkt der CURATOR ist die steuerliche und betriebswirtschaftliche Beratung von Ärzten, Zahnärzten und sonstigen Heilberuflern.