

Immobilien im Spannungsfeld zwischen Rendite und Liquidität

Von Dirk Klinkenberg

Die Nachfrage nach Vermietungsimmobilien ist nach wie vor ungebrochen. Die Einstiegspreise sind dementsprechend gestiegen.

Die Renditeerwartungen, die von Immobilienverkäufern (Maklern, Vermittlern etc.) genannt werden, sind Plangrößen, die in der Regel auch weitere Wertsteigerungen beinhalten.

Zusätzlich werden die historisch niedrigen Zinsen als Argument genutzt, die „Selbstfinanzierung“ und Sicherheit des Vermögensaufbaus über Immobilien zu betonen.

Renditeerwartung und Liquiditätsbelastung laufen aber oft für den Anleger auseinander. Deshalb sollte man bei der Investitionsrechnung beide Ebenen im Auge behalten.

1. Die Immobilieneckdaten

Die im Folgenden verwendeten Musterzahlen stammen aus einem realen Kaufangebot für eine Eigentumswohnung aus dem Jahr 2018. Die Zahlen wurden zur besseren Nachvollziehbarkeit gerundet.

		EUR
Kaufpreis Gebäude		360.000
Kaufpreis Grundstück		40.000
Nebenkosten 12% (6,5% Grunderwerbssteuer, 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%	
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%	



Dirk Klinkenberg, Diplom-Kaufmann, Steuerberater bei der CURATOR Treuhand- und Steuerberatungsgesellschaft mbH

2. Welche Renditekennziffern sind sinnvoll?

Auf die Frage, welche Rendite eine Immobilieninvestition abwerfen wird, antwortet der Fachmann: Welche Rendite meinen Sie denn?

Deshalb wollen wir uns zunächst mit typischen Renditekennziffern und ihrer Aussagekraft beschäftigen.

a) Bruttomietrendite

Diese Renditekennziffer wird sehr gern als erster Hinweis genutzt, ob sich eine Investition überhaupt lohnen könnte.

Definition: Jahreskaltmiete durch Verkehrswert

Unser Wert: 12.000 EUR durch 400.000 EUR = 3,0 %

Ergebnis: Aus objektiver Sicht ist die Bruttomietrendite kaum geeignet, um eine qualifizierte Aussage zu treffen, weil viel zu viele Einflussfaktoren unbeachtet bleiben – wie zum Beispiel das Wertentwicklungspotenzial der Immobilie und die Höhe des Finanzierungzinssatzes.

Über den Rohmietenvervielfältiger (Kehrwert der Bruttomietrendite) kann man sagen, dass die Kaltmieten über 400.000 EUR durch 12.000 EUR = 33,33 Jahre unverändert fließen müssen, damit der Kaufpreis (ohne Nebenkosten) an den Investor zurückgeflossen ist. In diesem Fall ein sehr langer Zeitraum. An der Bruttomietrendite sollte man sich deshalb weder im positiven noch im negativen Sinn orientieren. Sie kann nur eine ganz grobe Richtschnur sein, um Immobilien von vornherein als nicht sinnvoll auszusortieren.

b) Nettomietrendite

Diese Renditekennziffer erlaubt zumindest einen ersten Vergleich zu einer alternativen Investition in eine Kapitalanlage – vor Finanzierungskosten und Steuern.

Definition: Reinertrag (= Jahreskaltmiete minus Instandhaltungs- und Verwaltungskosten) durch Verkehrswert

Unser Wert: 8.000 EUR durch 400.000 EUR = 2,0 %

Ergebnis: Aus objektiver Sicht ist diese Kennzahl kaum besser als die Bruttomietrendite. Auch hier bleiben zu viele Einflussfaktoren unbeachtet.

Der Vergleich mit einer anderen Kapitalanlage sollte neben dem Renditevergleich auch die völlig unterschiedlichen Risiken zwischen zum Beispiel einem internationalen Aktienfonds und einer Einzelimmobilie berücksichtigen. Diese Kennziffer ist schon besser, aber für unsere Zwecke uninteressant.

c) Rendite auf das eingesetzte Eigenkapital

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

Definition: Immobilienertrag durch eingesetztes Eigenkapital
Der Immobilienertrag wird dabei berechnet als: Kaltmiete plus Wertsteigerung der Immobilie minus Instandhaltung minus Zinsen.

Unsere Werte (in EUR):

Rendite auf das eingesetzte Eigenkapital		1. Jahr	1. Jahr	6. Jahr
			alternativ ¹	
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 Kaufnebenkosten	12,0%		-48.000	
Immobilienertag		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%

Ergebnis:

Allein der Vergleich der beiden Werte für das erste Jahr zeigt, dass nur die kritische Auseinandersetzung mit der Renditekennziffer weiterhilft.

1.) Man sollte nie vergessen: Die Nebenkosten des Erwerbs müssen zwar gezahlt werden, ändern aber nicht den Wert der Immobilie. Dieser Verlust muss im Laufe der Zeit aufgeholt werden. (vgl. „1. Jahr alternativ“)

2.) Erst die Kenntnis der Hintergründe der Berechnung zeigt, welche Einflussfaktoren wirklich eine Rolle spielen.

Die Rendite auf das eingesetzte Eigenkapital ist hervorragend und auch deutlich höher als die Bruttomietrendite.

Wesentlicher Treiber der Rendite ist die prognostizierte Wertentwicklung der Immobilie von 2 Prozent per annum. Sie allein ist im ersten Jahr für 75 Prozent der Gesamtrendite verantwortlich (im 6. Jahr: 64 %). Dieser Effekt wird in der Bruttomietrendite nicht berücksichtigt.

Das steuerliche Ergebnis der Immobilie ist negativ². Deshalb ist die Rendite nach Steuern sogar höher als vor Steuern.

d) Rendite auf das Nettovermögen (gebundenes Eigenkapital)

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

Definition: Immobilienertag durch Nettovermögen

Unsere Werte (in EUR):

Rendite auf das Nettovermögen	1. Jahr		6. Jahr
Immobilienertag (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:

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 Kaufnebenkosten das Nettovermögen stark reduziert

$$\begin{aligned}
 & 89.600 \text{ EUR Eigenkapitaleinsatz} \\
 \text{minus} & 48.000 \text{ EUR Vermögensverlust durch Kaufnebenkosten} \\
 & \underline{41.600 \text{ EUR Nettovermögen nach Kaufvorgang}}
 \end{aligned}$$

Wenn man ein Eigenkapital exakt in Höhe der Kaufnebenkosten einsetzen würde (100 % Finanzierung bezogen auf den Immobilienwert), wäre das Nettovermögen nach Kauf 0 EUR. Bei einem positiven Ertrag hätte man eine unendlich hohe Rendite. Dieses Paradoxon kann man sich als Immobilienverkäufer zunutze machen. Ein geringer Eigenkapitaleinsatz in der Musterberechnung puscht die Rendite dann genau so weit nach oben, dass sie attraktiv ist, aber gerade noch glaubwürdig. Obwohl der absolute Ertrag in unserem Beispiel vom ersten bis zum sechsten Jahr um fast 30 Prozent steigt, sinkt die Rendite auf das Nettovermögen bis zum sechsten Jahr deutlich, weil das Nettovermögen durch die Darlehenstilgung um 356 Prozent steigt.

Wir halten fest:

- a) „Glaube keiner Renditekennziffer, von der du nicht weißt, wie sie berechnet wurde.“
- b) „Versuche die mathematischen Zusammenhänge zu verstehen, damit du nicht aufs Glatteis geführt wirst.“

3. Veränderung der Rendite durch die aktuelle Niedrigzinssituation

Jetzt wollen wir uns anschauen, wie sich die Renditen durch die gesunkenen Zinsen verändert haben.

In unseren Alternativberechnungen lassen wir alle Werte gleich und verdoppeln den Zinssatz von 1,5 Prozent auf 3,0 Prozent. Das erscheint in unserer heutigen Zinslandschaft sehr viel. Mit

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%

Blick auf die Zinskurve können wir aber sehen, dass dies ein Wert ist, mit dem wir noch im Jahr 2012 kalkulieren mussten.

¹ Unter Berücksichtigung des Vermögensverlustes in Höhe der Kaufnebenkosten.

² Die Werbungskosten (Zinsen, AfA, Instandhaltung etc.) sind höher als die Mieteinnahmen.

Ergebnis:

Der niedrige Zinssatz bei sonst gleichen Bedingungen hat einen deutlichen Einfluss auf die laufende Rendite. Dieser Umstand ist nicht überraschend und überall nachzulesen.

Mit der folgenden Darstellung soll aber klargemacht werden, dass die laufende Rendite nur ein Aspekt einer Wirtschaftlichkeitsbetrachtung ist.

4. Die Gesamtrendite über die Laufzeit entscheidet

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.

Wir wollen uns die Gesamtrendite für unsere Beispielimmobilie mit der hervorragenden laufenden Rendite anschauen.

Dazu wählen wir einen Zeitraum von 10 Jahren. Dann haben wir den ersten realistischen Handlungszeitpunkt. Nach Ablauf der Zinsbindung besteht Handlungsfreiheit hinsichtlich der Finanzierung (keine Vorfälligkeitsentschädigungen bei Tilgung). Zudem ist steuerlich die 10-Jahres-Frist des sogenannten privaten Veräußerungsgeschäfts nach Paragraph 23 Absatz 1 Nummer 1 Einkommensteuergesetz (EStG) abgelaufen. Der Verkauf ist steuerfrei.

Unsere Überlegung lautet jetzt:

Welches Kapital erhalten wir am Ende der 10 Jahre, 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:

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 (laufende Investition)	-72.234	-105.923	-72.234
Wert der Immobilie nach 10 Jahren	487.957	487.957	400.000
Restschuld Darlehen nach 10 Jahren ³	-233.198	-212.368	-223.198
Nettovermögen nach 10 Jahren⁴	224.125	211.266	146.168
Investiertes Kapital über die 10 Jahre⁵	161.834	195.532	161.834
Ergebnis: Vermögenszu- wachs nach 10 Jahren	62.291	15.734	-15.666

Welchen Durchschnittszinssatz braucht eine Kapitalanlage, wenn man bereit ist, die liquiden Unterdeckungen der Immobilie gleichmäßig in diese Kapitalanlage zu sparen, damit man nach 10 Jahren das gleiche Endvermögen erreicht?			
Bei Thesaurierung der Zinsen	4,07%	1,02%	-1,27%

Kritische Betrachtung des Ergebnisses:

a) Potenzielle Wertsteigerung der Immobilie

Die Auswirkungen einer Veränderung des Zinssatzes (Vergleich Szenario 1 mit 2) sind beachtlich, aber viel geringer als die Auswirkungen einer Veränderung des Wertsteigerungspotenzials der Immobilie (Vergleich Szenario 1 mit 3).

Es gilt der alte Kaufmannspruch: „Der Gewinn liegt im Einkauf.“

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.

Deshalb sollte man sich sehr viel mehr mit den Entwicklungsperspektiven des jeweiligen Immobilienstandortes beschäftigen als mit dem letzten Zehntel des Zinssatzes.

Wie ist am jeweiligen Standort der Wohnraumbedarf – nicht jetzt, sondern in 10 oder 20 Jahren? Wächst diese Stadt durch eine gute Arbeitsmarktsituation oder nicht? Und so weiter.

Wenn unsere Musterimmobilie nach 10 Jahren aufgrund eines überhöhten Kaufpreises oder einer schlechten Entwicklung des Standortes keine Wertsteigerung erzielt, wäre die Rendite negativ. Anders formuliert: 10 Jahre haben noch nicht ausgereicht, um trotz guter laufender Rendite den Verlust der Anschaffungsnebenkosten zu kompensieren.

Die Laufzeitrendite wird erst bei einer längeren Haltedauer positiv.

b) Notwendiger Zwangssparplan

Trotzdem darf nicht unterschätzt werden, dass das geringe Zinsniveau zu einer deutlichen Liquiditätsentlastung beiträgt. In unserem Beispiel sinkt die durchschnittliche liquide Belastung pro Jahr = der Zwangssparplan in die Immobilie durch den Zinssatz von 1,5 Prozent auf 7.223 EUR per annum gegenüber 10.592 EUR bei einem Zinssatz von 3,0 Prozent.

Der Vergleich mit der Kapitalanlage ist nicht nur auf Ebene der Rendite zu ziehen. Ein Sparplan in eine Kapitalanlage kann jederzeit gestoppt werden und – je nach Anlageform – kann auch das eingesetzte Startkapital kurzfristig wieder zu Liquidität gemacht werden.

Deshalb sollte die Rendite einer Immobilie immer höher sein als die einer alternativen Kapitalanlage.

5. Verlieren Sie Ihre Liquidität nicht aus den Augen!

Unsere Musterimmobilie ist zu einem günstigen Zinssatz finanziert und hat eine gute Nettovermögensrendite, wenn sich das Wertsteigerungspotenzial auch realisiert. Das liquide Ergebnis ist in den nächsten Jahren aber immer negativ.

³ Bei gleicher anfänglicher Tilgung wird ein Annuitätendarlehen umso schneller zurückgezahlt, je höher der Zinssatz ist. Ursache: Die ersparten Zinsen, die in der nächsten Rate zu Tilgung werden, sind bei höheren Zinssätzen eben auch höher.

⁴ Summe aus:
Nettovermögen nach Kauf
+/- laufende Investitionen
+ Wert der Immobilie
- Restschuld der Darlehen

⁵ Eigenkapital + laufende Investitionen

Laufende Liquidität (in EUR)	1. Jahr	3. Jahr	6. Jahr
Kaltmiete	12.000	12.485	13.250
Instandhaltungspauschale	-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 10 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 beziehungsweise 600 EUR pro Monat.

Wenn man diese Immobilie kauft und 10 Jahre behält, bindet man also sein Eigenkapital zweimal:

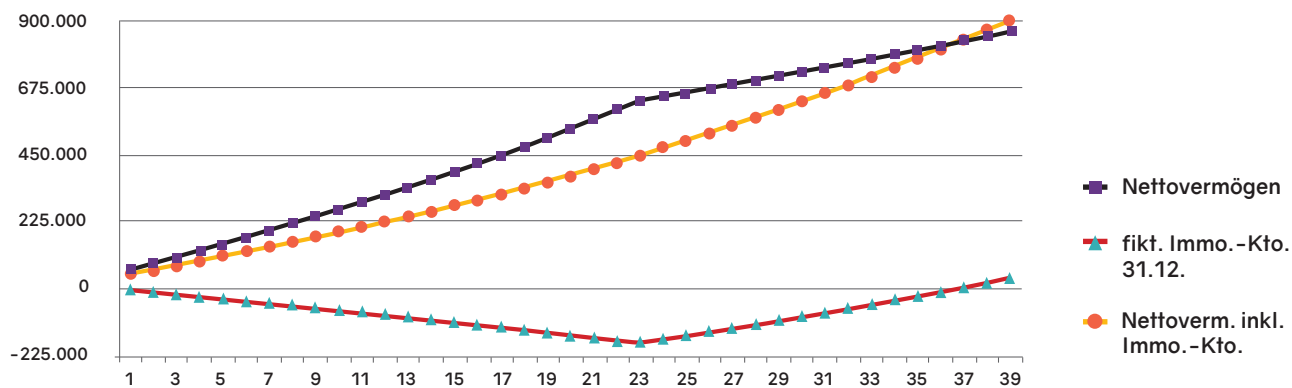
- 1.) Das vorhandene Eigenkapital von 89.600 EUR steckt für die nächsten 10 Jahre in der Immobilie.
- 2.) Zudem hat man einen auf 10 Jahre verbindlichen monatlichen Dauerauftrag über 600 EUR abgeschlossen. Dieser – gut verzinst – „Sparplan“ kann dann nicht so einfach gestoppt werden, sondern beschränkt die zukünftige monatlich frei verfügbare Liquidität.

6. Zusammenhang zwischen Liquiditätsbedarf und Vermögensentwicklung

Um diesen Zusammenhang darzustellen, sollte man das liquide Ergebnis nach Steuern auf einem fiktiven Immobilienkonto fortschreiben und damit die klassische Betrachtung der Vermögensentwicklung ergänzen:

minus	Wert der Immobilie zum jeweiligen Stichtag
	Restschuld der Finanzierung zum jeweiligen Stichtag
<hr/>	
gleich	Nettovermögen zum jeweiligen Stichtag
<hr/>	
erweitern um	
plus/minus	Stand des fiktiven Immobilienkontos zum jeweiligen Stichtag
<hr/>	
gleich	„echte“ Nettovermögensentwicklung

Die Grafik zeigt, dass (ohne Alternativverzinsung) in der kumulierten Betrachtung bis zum Ende der Finanzierung im 23. Jahr



⁶ Alle Zahlen wurden mit der Finanzplanungssoftware PriMa plan berechnet; www.instrumenta.de.

insgesamt 182.385 EUR aus zukünftigem Einkommen oder anderem Vermögen in die Immobilie investiert werden müssen, um sie zu unterhalten. Erst danach kommt es zu liquiden Rückflüssen. Dies zeigt auch deutlich, wie wichtig die Abstimmung zwischen Finanzierungsende und gewünschtem Renteneintritt ist.

Dieser zukünftige Liquiditätsbedarf sollte aber nicht dahingehend interpretiert werden, dass es sich hier um Verluste handelt. Es geht um Liquiditätsbindung analog einer laufenden Einzahlung in ein Aktiendepot. Der Unterschied liegt darin, dass es sich hier um einen „Zwangssparplan“ handelt, während beim Aktienfonds der Sparplan jederzeit sofort beendet werden kann.

Man kann erkennen, dass trotz des Liquiditätsbedarfs in der Summe ein Vermögenszuwachs stattfindet. Aus dem eingesetzten Eigenkapital von 89.600 EUR ist bis zum Ende der Finanzierung immerhin ein Nettovermögen von 448.374 EUR geworden.

Die Aufstellung einer Liquiditätsplanung mithilfe einer professionellen Finanzplanungssoftware kann deshalb die Entscheidungsgrundlage für eine Immobilieninvestition entscheidend verbessern⁶.

7. Fazit

Glauben Sie keiner Renditeberechnung, die Sie nicht wirklich verstehen und deren Berechnungsgrundlagen Sie nicht kennen. Es gilt noch immer: „Lage, Lage, Lage.“ Nur wenn der Kaufpreis ein Wertwachstum in den nächsten 10 bis 20 Jahren zulässt, kann am Ende eine vernünftige Rendite herauskommen. Ein überteuerter „Einkauf“ ruiniert jede Kalkulation.

Beschäftigen Sie sich mit dem Wohnraumbedarf und der Arbeitsmarktsituation am Standort der Immobilie – nicht nur zum heutigen Zeitpunkt, sondern auch für den Zeitpunkt in 10 oder 20 Jahren. Beurteilen Sie, ob die Wohnungsgröße zum Wohnraumbedarf am Standort passt (Universitätsstadt etc.).

Rendite ist wichtig. Die Liquiditätswirkung nach Kauf darf aber nicht aus den Augen verloren werden. Immobilien binden nicht nur das vorhandene Eigenkapital, sondern oft auch einen Teil der zukünftigen Liquidität des Investors.

Wenn am Ende weniger Rendite herausgekommen ist, kann man das verkraften. Wenn die Vermietungsimmobilie die Liquidität für einen angemessenen Lebensstandard raubt, ist das Problem viel größer.

Genau diese Fragen sollte man sich als Vermieter natürlich nicht nur für zukünftige Investitionen stellen, sondern auch für die bestehenden Vermietungsimmobilien durchrechnen. ■