

Verfahrensübersicht

Der Wert einer Immobilie richtet sich nach ihrem Nutzen und ihrer Nutzung

Der Wert einer Immobilie richtet sich grundsätzlich nach ihrem Nutzen und ihrer Nutzung. Je nach der Nutzung kann es unterschiedliche Wertermittlungsverfahren geben. Beispielsweise wird ein Einfamilienhaus nach dem Sachwert- bzw. Vergleichswertverfahren und ein Bürokomplex in aller Regel nach dem Ertragswertverfahren bewertet.

Aufgabe der Wertermittlung ist es, den Wert als Ergebnis des Marktes des jeweiligen Immobilientyps sachlich und mathematisch nachzuvollziehen und somit den Verkehrswert gem. § 194 BauGB zu ermitteln. Es ist daher der Preis als Schätzwert zu ermitteln, den der Markt bereit ist bzw. bereit sein könnte, für die Immobilie zu zahlen. Der zu ermittelnde Preis orientiert sich zunächst am Wert der Immobilie. Da sich die Preisbildung am Markt jedoch unabhängig von einer Wertermittlung vollzieht, entspricht der Verkehrswert nicht notwendigerweise dem Preis einer Immobilie. Der „tatsächliche“ Preis einer Immobilie ist derjenige Wert, den die Marktpartner für angemessen halten und zu dem die Immobilientransaktion abgeschlossen wird. Die Investitionskosten für eine Immobilie sind aber wesentlich höher, als derselbe Preis, da die folgenden Positionen hinzukommen:

Preis

- zzgl. Grundstückstransaktionskosten
- zzgl. Finanzierungskosten
- zzgl. Instandsetzungen
- zzgl. Modernisierungen

Investitionskosten

Daher muss zwischen dem Wert einer Immobilie und den Investitionskosten für eine Immobilie unterschieden werden. Für beide Kategorien werden unterschiedliche Verfahren angewandt (s. Abbildung 1):

Hinsichtlich der Wertmittlung einer Immobilie findet das Ertragswertverfahren nach §§ 15-20 WertV in den überwiegenden Bewertungsfällen Anwendung, da bei den meisten Immobilientypen die laufenden und zukünftigen Erträge und Aufwendungen im Vordergrund stehen. Zunächst wird das Ertragswertverfahren und anschließend das Discounted Cashflow-Verfahren für Investmentrechnungen behandelt.

Das Ertragswertverfahren wird u. a. bei Mehrfamilienhäusern, Bürogebäuden, Industrieimmobilien, ggf. bei Eigentumswohnungen (sofern eine Vermietung im Vordergrund steht) sowie bei vermieteten Reihenhäusern verwendet. Es ist darauf ausgerichtet, den auf den Wertermittlungstichtag bezogenen Barwert aller künftigen Erträge, die um die Aufwendungen bereinigt sind, zu ermitteln. Somit liegt der Ergebnishorizont in der Zukunft, da die Marktteilnehmer wissen wollen, was die Immobilie in Zukunft wert ist bzw. wie sich der Markt entwickelt. Die weit verbreitete Ansicht, das Ertragswertverfahren würde ausschließlich auf Daten aus der Vergangenheit basieren, ist daher nicht richtig.

Ein weiterer entscheidender Vorteil des Ertragswertverfahrens nach der WertV besteht darin, dass der Gebäude- und der Bodenwert getrennt ausgewiesen werden. Dies ist gerade bei bestimmten Rechtsformen des

Eigentums – wie beispielsweise bei Erbbaurechten – in Deutschland notwendig.

Häufig wird kritisiert, dass das Ertragswertverfahren gem. WertV statisch sei. Dies ist jedoch nicht richtig, da nach § 19 WertV mietrechtliche Verhältnisse und ihre Entwicklung berücksichtigt werden können und müssen. Der nachhaltige Ertrag (Ertrag, der heute und ggf. zukünftig am Markt realisiert werden kann) nach Minderung um die Bewirtschaftungskosten stellt die Berechnungsgrundlage für die Ermittlung des Ertragswertes dar. Dies gilt sowohl für gewerbliche als auch für Wohnraummietverhältnisse.

Im Bereich des Wohnraummietrechts sind Ertragssteigerungen nur durch Mieterhöhungen bei Neuvermietungen bzw. Mieterhöhungen nach §§ 558 und 559 BGB möglich. Der Prozess der Mieterhöhung erfolgt i. d. R. alle drei Jahre mit 20 % bezogen auf die qm-Miete vor drei Jahren, wenn der lokale Markt dies zulässt. Daher ist die Entwicklung der Mietanpassung zum größten Teil kalkulierbar. Bei gewerblich genutzten Immobilien ist dies mit großer Unsicherheit behaftet.

Der nachhaltige Ertrag (Ertrag, der heute und ggf. zukünftig am Markt realisiert werden kann) stellt die Berechnungsgrundlage für die Ermittlung des Ertragswertes dar, wobei diese um die Bewirtschaftungskosten gemindert werden. Bei Gewerbeimmobilien können und müssen Laufzeiten von Mietverträgen und die jeweilige lokale Marktentwicklung berücksichtigt werden. Da dies Auswirkungen auf die zu generierenden Mieteinnahmen hat, ist dieser Aspekt besonders wichtig. Die soll an folgendem Rechenbeispiel verdeutlicht werden:

Eckdaten eines fiktiven Bewertungsobjektes

Bürogebäude innerhalb eines Gewerbeparks am Stadtrand einer Großstadt.

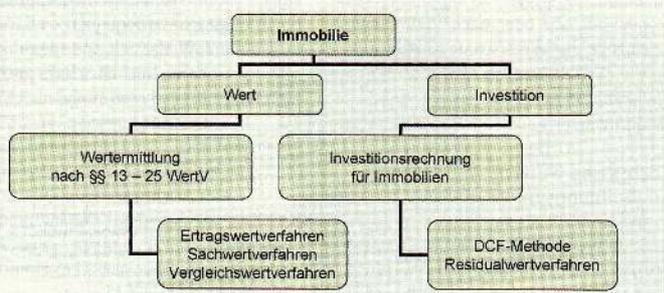


Abb. 1

Boden

Grundstücksgröße 3.228,00 qm
Bodenrichtwert 150,00 €/qm
60 Stellplätze

Bebauung

1. Baujahr 1999
2. keine Unterkellerung
3. kein Leerstand
4. vermietete Fläche: 1.878 qm
5. Vertragsmiete für den alleinigen Mieter:
15,50 €/qm/Monat
Stellplätze: 10,00 €
6. nachhaltige Miete für Büroflächen (nach Markteinschätzung): 9,00 €/qm/Monat
7. Gesamtnutzungsdauer: 40 Jahre
8. Restnutzungsdauer: 34 Jahre
9. kein Instandhaltungsrückstau
10. Liegenschaftszinssatz: 6,50 %
11. Es besteht ein Mietvertrag mit einer Laufzeit von 10 Jahren (bis 2009).
12. Nach dem vorliegenden Mietvertrag trägt der Mieter die Betriebskosten – außer der Gebäudeversicherung i. H. v. 5.422 €.
13. Die Instandhaltungskosten werden vom Mieter übernommen. Ausnahme: Instandsetzungen für Dach, Fenster und Fassade (Ansatz: 4,00 €/qm/p. a.)
14. Wertermittlungstichtag: 01.01.2005 (Berechnung s. nebenstehenden Kasten)

Der so ermittelte Ertragswert ist hier die Schätzung für den Verkehrswert, da in diesem Beispiel eine Marktanpassung vernachlässigt wird. Im Berechnungsbeispiel wird zunächst die Restlaufzeit des Mietvertrages ab dem Wertermittlungstichtag festgestellt (hier: vier Jahre), hieraus wird dann der Vervielfältiger für die Restlaufzeit des gültigen Mietvertrages abgeleitet. In einem weiteren Schritt wird die Laufzeit berechnet, für die der Vervielfältiger nach Ablauf des Mietvertrages gelten soll (gesamte Restnutzungsdauer – Restlaufzeit des Mietvertrages). Anschließend wird die Differenz zwischen dem Vervielfältiger für die gesamte Restnutzungsdauer und dem Vervielfältiger für die Restlaufzeit des Mietvertrages errechnet. Somit werden neben der Laufzeit eines Mietvertrages auch die Mietkonditionen nach Ablauf eines Mietvertrages (nachhaltige Miete) bei der Erfassung des Vervielfältigers berücksichtigt. Die anzusetzende Miete nach Ablauf des Mietvertrages kann höher, niedriger oder gleich sein. Im vorliegenden Fall ist sie niedriger. Dieses Verfahren wird als Vervielfältigerdifferenzverfahren bezeichnet (s. Abbildung 2).

Berechnung des Verkehrswertes mithilfe des Ertragswertverfahrens

Gebäudeertragswert I

Restlaufzeit des Mietvertrages
(4 Jahre, bis 2009)

Jahresrohertrag	
15,50 € x 1.878 qm x 12 Monate	349.308 €
10,00 € x 60 Stück x 12 Monate	7.200 €
Jahresrohertrag gesamt	356.508 €

abzgl. Bewirtschaftungskosten	
Verwaltung	- €
Gebäudeversicherung	5.422,00 €
Instandhaltung: 4,00 €/qm x 1.878 qm	7.512,00 €
Mietausfallwagnis (4,0 %)	6.693,00 €
	19.627 €
Grundstücksreinertrag	336.881 €
abzgl. Bodenwertverzinsung (3.228,00 qm x 150,00 €/qm x 0,065)	31.473 €
Reinertrag der baulichen Anlagen	305.408 €
x Vervielfältiger 4,16 (4 Jahre, 6,50 %)	1.270.497 €
Gebäudeertragswert I	1.270.497 €

Gebäudeertragswert II

Nach Ablauf des Mietvertrages,
Restnutzungsdauer: 34 Jahre, bis 2039

Jahresrohertrag	
9,00 €/qm x 1.878 qm x 12 Monate	202.824 €
10,00 € x 60 Stück x 12 Monate	7.200 €
Jahresrohertrag gesamt	210.024 €

abzgl. Bewirtschaftungskosten	
Verwaltung	- €
Gebäudeversicherung	5.422,00 €
Instandhaltung: 4,00 €/qm x 1.878 qm	7.512,00 €
Mietausfallwagnis (4,0 %)	6.693,00 €
	19.627 €
Grundstücksreinertrag	190.397 €
abzgl. Bodenwertverzinsung (3.228,00 qm x 150,00 €/qm x 0,065)	31.473 €
Reinertrag der baulichen Anlagen	158.924 €
x Vervielfältiger 9,42 (Differenz: 13,58-4,16 => 13,58: 34 J., 6,50 %)	1.497.064 €
Gebäudeertragswert II	1.497.064 €

Verkehrswert	
Gebäudeertragswertanteil I	1.270.497 € 39,07 %
Gebäudeertragswertanteil II	1.497.064 € 46,04 %
zzgl. Bodenwert	484.200 € 14,89 %
Ertragswert	3.251.761 € 100,00 %
Verkehrswert	3.300.000 €

Bei der Investmentrechnung hat sich das angelsächsische DCF-Verfahren durchgesetzt. Es ermöglicht es dem Investor, seine Bedingungen für seine Investition zu berücksichtigen.

DCF-Verfahren

Im Gegensatz zum deutschen Ertragswertverfahren ist dieses Verfahren, welches

im anglo-amerikanischen Raum weit verbreitet ist, kein normiertes Verfahren der Wertermittlungslehre. Das DCF-Verfahren zählt zu der Gruppe der dynamischen Investitionsrechnungen. Ein wesentlicher Unterschied zum Ertragswertverfahren stellen die unterschiedlichen Eingangsparameter dar, die im Folgenden detailliert beschrieben werden. ▶

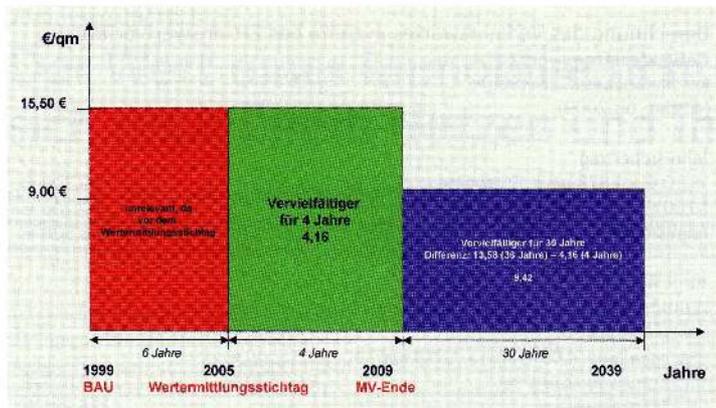


Abb. 2

Bei diesem Berechnungsansatz werden die Reinerträge (Erträge abzüglich Bewirtschaftungskosten) für einen bestimmten Betrachtungszeitraum dargestellt, wobei für jedes Jahr gesondert der jeweilige Barwert berechnet wird. Hierdurch können unterschiedliche Bedingungen in den jeweiligen Jahren berücksichtigt werden. Die Länge des jeweiligen Betrachtungszeitraums hat wesentliche Auswirkungen auf die Erfassung des unterstellten Nettorückflusses aus einem möglichen Verkauf am Ende des Betrachtungszeitraumes. Je länger der Betrachtungszeitraum ist, desto schwieriger sind die Reinerträge sowie ein möglicher Verkaufserlös abzuschätzen. Mittlerweile hat sich in der Praxis ein Betrachtungszeitraum zwischen acht und zwölf Jahren durchgesetzt.

In einem zweiten Schritt werden die diskontierten Reinerträge zusätzlich um mögliche Instandsetzungs- und Modernisierungskosten nach Ablauf des jeweiligen Betrachtungszeitraumes gemindert, um Alterswertminderungen zu kompensieren. Im Anschluss wird der Barwert des verbleibenden Gebäuderestwertes geschätzt und zu den geminderten diskontierten Reinerträgen addiert. In einem letzten Schritt kommen die Grundstückstransaktionskosten zum Abzug, da diese die Reinerträge eines Investments wesentlich beeinflussen (s. Abb. 3).

Entscheidende Steuerungsgröße ist – wie im Ertragswertverfahren nach der WertV auch – der Diskontierungszinssatz, für dessen Ermittlung sich bislang noch keine allgemein gültige Praxis herausgebildet hat. Es ist ein Zinssatz, der sich ausschließlich am Kapitalmarkt orientiert. In den überwiegenden Fällen setzt sich dieser Zinssatz wie folgt zusammen:

- Basiszinssatz**
- zzgl. Risikozuschlag
- zzgl. Inflationsabschlag
- zzgl. Abschreibungszuschlag
- Diskontierungszinssatz**

Den Bestandteilen des Zinssatzes liegen folgende Überlegungen zugrunde:

Basiszinssatz
Dies ist die Umlaufrendite börsennotierter Wertpapiere, die von der Deutschen Bundesbank veröffentlicht wird und stellt die Mindestersparnis des Investors dar. Da keine Durchschnittrenditen von Wertpapieren mit ewiger Laufzeit vorliegen, werden im Allgemeinen die Zinssätze für Laufzeiten mit mindestens 10 Jahren herangezogen.

Risikozuschlag
Der bereits erwähnte Basiszinssatz gilt für ganz Deutschland. Immobilienmärkte sind jedoch durch lokale Mechanismen geprägt. Daher muss der Basiszinssatz modifiziert werden. Mithilfe von Kapitalmarktdaten wird nach den Grundsätzen des Capital Asset Pricing Models (CAPM) ein Risikozuschlag angesetzt. Das CAPM dient der Herleitung eines risikogerechten Eigenkapitalkostensatzes. Es ist die Renditeforderung der Eigenkapitalgeber. Diese ergibt sich aus der Addition von

- Basiszinssatz (Rendite risikoloser langfristiger Kapitalanlagen)
- Marktrisikoprämie (erwartete „Überrendite“ bei Anlage in risikobehaftete anstatt risikoloser Wertpapiere)
- Objektbeta (relatives Maß für den Risikobeitrag des Objektes zum Gesamtrisiko des Portfolios)

In Abhängigkeit von der Grundstücksart, der Lage des Grundstücks und der Nachbarschaft wird der Basiszinssatz mit diesem Risikozuschlag erhöht, um lokale Mechanismen an den Immobilienmärkten erfassen zu können.

Es wird hier nicht nur das eigentliche Risiko berücksichtigt, sondern auch das Verbleiben der Chance, höhere Gewinne zu erzielen. Dieser ist die Differenz zwischen der Anfangsrendite (Reinertrag/Preis) und Basiszinssatz.

Inflationsabschlag

Da im Basiszinssatz im Allgemeinen die Inflationsrate antizipiert ist, muss für die Betrachtung inflationsfreier Werte der Basiszinssatz durch einen Inflationsabschlag neutralisiert werden. Grundlage ist die Entwicklung des Verbraucherpreisindex im vom Hundert oder eines anderen Indexes.

Abschreibungszuschlag

Dies ist eine Berücksichtigung der Abschreibung für die technische Abnutzung. Die Höhe des Zuschlages ist aus unternehmerischer Sicht ansetzbar.

Mit dem DCF-Verfahren wird demnach nicht der Wert einer Immobilie ermittelt, sondern die Kosten und die Rentierlichkeit für ein Investment. Der Vorteil dieser Methode liegt für den Investor in der Möglichkeit, die wesentlichen Parameter wie Zinsen, Risikolage etc. individuell zu berücksichtigen. Somit wird ein Investor in die Lage versetzt, sein Investment nach seinen spezifischen unternehmerischen Absichten zu kalkulieren. Allerdings hat das DCF-Verfahren – als Berechnungsverfahren für Investitionen – auch Schwächen, insbesondere wenn nur ein Zehn-Jahres-Zeitraum betrachtet wird.

Es besteht die Gefahr, dass Investitionen „schöngerechnet werden“, z. B. dass notwendige Investitionen nicht angesetzt oder Mietentwicklungen zu hoch oder dass „optimistisch geschätzte“ Verkaufserlöse nach beispielsweise zehn Jahren bereits berücksichtigt werden. Sowohl die Erträge als auch die Kosten werden auf einen bestimmten Zeitraum, also unter Unsicherheit geschätzt. Nach diesem Zeitraum wird die Betrachtung meistens abgebrochen und berücksichtigt nicht die Restnutzungsdauer der Immobilie, wobei der Restwert der Immobilie den wesentlichen Anteil am Ertragswert nach dieser Methode ausmacht. Die Bestimmung des Restwertes ist unsicher, da erfasst werden muss, wie er sich nach Ablauf des jeweiligen Betrachtungszeitraumes darstellt. Leerstände werden ebenfalls nicht immer erfasst.

Die Zusammensetzung des entscheidenden Diskontierungszinssatzes stellt sich eben-

falls als unsicher dar, da sich dieser am Kapitalmarkt orientiert. Bislang wurde jedoch nicht empirisch nachgewiesen, dass es Zusammenhänge zwischen Kapital- bzw. Immobilienmärkten gibt. Dies zeigt sich bereits beim risikolosen Basiszinssatz. Hier können Schwankungen auftreten. Weiterhin bezieht sich dieser Zinssatz auf eine Geldanlage, bei der sich das Anlagegut innerhalb des Anlagezeitraumes wertmäßig im Prinzip nicht mindert (von Inflationseffekten abgesehen). Das Anlagegut Immobilie dagegen verliert jedoch – auch bei ordnungsgemäßer Bewirtschaftung – altersbedingt an Substanzwert. Es muss also zu einem gesonderten – frei wählbaren – Ansatz für die Abschreibung kommen. Beim Ertragswertverfahren ist die Abschreibung bereits durch den Vervielfältiger berücksichtigt, der sich aufgrund der Restnutzungsdauer und des Liegenschaftszinssatzes bildet.

Hinsichtlich des Ansatzes der Modernisierungskosten muss berücksichtigt werden, dass der Modernisierungsbedarf nach dem Aufwand zu schätzen ist, der unter Berücksichtigung der allgemeinen Preisentwicklung und der Technologieentwicklung im jeweiligen Betrachtungszeitraum anfällt. Dieser Kostenansatz ist auch unsicher. Ein weiterer Aspekt hinsichtlich von Modernisierungsmaßnahmen liegt in den vielfältigen gesetzlichen Bestimmungen. Im Bereich der Handelsflächen ist es durchaus denkbar, dass sich beispielsweise die Arbeitsstättenverordnung oder baurechtliche Vorschriften und somit die Grundlage für Modernisierungsinvestitionen ändern. Somit handelt es sich bei den Kostenansätzen um kalkulatorische Ansätze, die auf unsicheren Grundlagen basieren können. Dies betrifft auch die Ansätze für die Bewirtschaftungskosten (inkl. der Instandhaltungs- bzw. Instandsetzungskosten).

Auch der Risikozuschlag, als Bestandteil des wichtigen Diskontierungszinssatzes, beruht

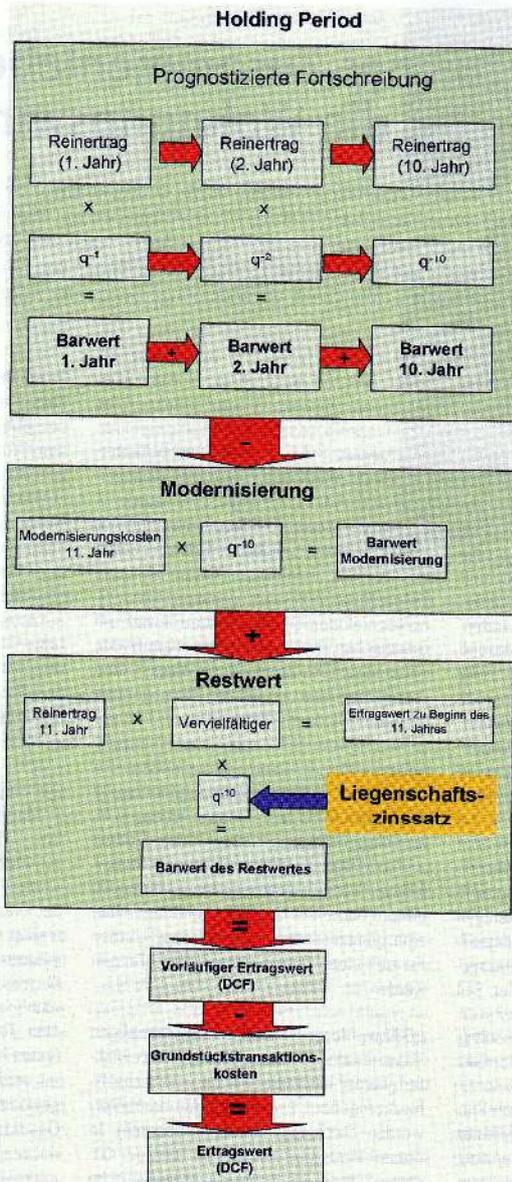


Abb. 3

auf einer unsicheren Grundlage. Während beim Liegenschaftszinssatz i. d. R. die Daten der Gutachterausschüsse herangezogen werden, werden hier gelegentlich die verhältnismäßig unscharfen Marktdaten von Maklerhäusern angesetzt. Diese können unscharf sein, weil diese nur einen Teilmarkt abbilden und die Datenmenge nicht notwendig repräsentativ ist. Da die zukünftigen

Reinerträge nicht vollkommen realistisch angesetzt werden können, kann es auch nicht zu einer mathematisch genauen Darstellung der tatsächlichen jährlichen Cashflows kommen.

Es erfolgt also eine Kalkulation aus der subjektiven Einschätzung eines Investors, der Markt muss dieser aber nicht folgen. Insbesondere dann nicht, wenn beispielsweise beim Erwerb von Mietwohnungsbeständen hohe Umwandlungsquoten und hohe Einzel-Verkaufpreise angenommen werden und somit die Investitionsrechnung positiv „beeinflusst“ wird. Hier können naturgemäß hohe Fehlerquellen liegen. Weiterhin ergibt sich durch diese subjektive Einschätzung des Investors ein Widerspruch zum Begriff des Verkehrswertes. Dieser ist gem. § 194 BauGR unter der Bedingung der im gewöhnlichen Geschäftsverkehr bestehenden Gepflogenheiten nach § 7 WertV abzuleiten. Subjektive Einflüsse dürfen hierbei keine Auswirkungen haben. Beide Verfahren stehen aber vor der Herausforderung, die zu erwartenden Erträge, die Bewirtschaftungskosten und andere für die Ertragssituation einer Immobilie entscheidenden Faktoren (z. B. ständig sich ändernde steuerliche Rahmenbedingungen, Verkaufserlöse) exakt zu schätzen.

Sie sind für ihre jeweiligen Sachgebiete (Investitionskosten oder Wert) eine notwendige Entscheidungsgrundlage für die weitere Vorgehensweise (z. B. Verkauf oder Investition in das betreffende Objekt oder einen anderen Standort oder eine andere Immobilie). Als Ergebnis können entsprechende Handlungsempfehlungen für die Unternehmensführung bzw. für die unternehmerische Investitionsentscheidung stehen.

Dipl.-Betr. (FH) Christoph Ziercke
E-Mail: christoph.ziercke@humburg.de
Internet: www.christoph-ziercke.de