

Studienreihe der Stiftung Kreditwirtschaft
Hrsg.: Prof. Dr. Joh. Heinr. v. Stein

**Steffen Metzner
Antje Erndt**

Moderne Instrumente des Immobiliencontrollings

2., überarbeitete Auflage



Verlag Wissenschaft & Praxis



Moderne Instrumente des Immobiliencontrollings

**Studienreihe der Stiftung Kreditwirtschaft
an der Universität Hohenheim**

Herausgeber:

Prof. Dr. Joh. Heinr. v. Stein

Band 34

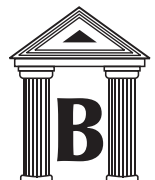
Steffen Metzner
Antje Erndt

Moderne Instrumente des Immobiliencontrollings

DCF-Bewertung und Kennzahlensysteme
im Immobiliencontrolling

2., überarbeitete Auflage

Verlag Wissenschaft & Praxis



Bibliografische Information der Deutschen Bibliothek

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.ddb.de> abrufbar.

ISBN 3-89673-251-X

© Verlag Wissenschaft & Praxis

Dr. Brauner GmbH 2006

D-75447 Sternenfels, Nußbaumweg 6

Tel. 07045/930093 Fax 07045/930094

Alle Rechte vorbehalten

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Printed in Germany

Inhaltsübersicht

Einführung: Modulares Immobiliencontrolling

Modul 1: Immobilienbewertung mit einem cash flow-orientierten Ertragswertverfahren

Modul 2: Betriebskostenmanagement bei Wohnimmobilien durch Implementierung eines Kennzahlensystems

Abkürzungsverzeichnis

Stichwortverzeichnis

Autorenhinweis

RES Consult GmbH

Modulares Immobiliencontrolling

Immobilien galten lange Zeit als ideale Kapitalanlage. Die Wertentwicklung überstieg die Abnutzung der Bausubstanz, eine anhaltend hohe Nachfrage kompensierte Managementfehler. Auch bei selbst genutzten Unternehmens- und Privatimmobilien waren Kosten-Nutzen-Betrachtungen wenig ausgeprägt. Immobilienmanagement beschränkte sich auf die Durchführung der notwendigen technischen, kaufmännischen und organisatorischen Verwaltungsaufgaben.

Als langlebige, unbewegliche Wirtschaftsgüter weisen Immobilien im Laufe ihres Lebenszyklus nur relativ geringe Veränderungen auf. Daraus darf jedoch nicht geschlossen werden, dass ihr Nutzen für den Eigentümer dauerhaft konstant ist. Bewertungen von Immobilien müssen immer den Kontext zur jeweiligen Situation des Umfeldes herstellen. Dessen Entwicklung verläuft indes zunehmend dynamisch und verursacht gravierende Veränderungen des Immobilienmarktes. Wirkungen resultieren u.a. aus der sprunghaften technologischen Entwicklung, dem Wandel zur Dienstleistungsgesellschaft, der allgemeinen Globalisierung von Wirtschaft und Gesellschaft und den leistungsfähigen Vernetzungs- und Kommunikationssystemen. Viele Teilmärkte verzeichnen daher Nachfragerückgänge. Eine besondere Bedeutung kommt daneben den qualitativen Aspekten dieser Veränderungsprozesse zu. Bei Gewerbe- und Wohnimmobilien steigen die Nutzeransprüche hinsichtlich Ausstattung, Flexibilität und Service. Für klassische Architektur- und Nutzungskonzepte entstehen in Zukunft Wettbewerbsnachteile.

Qualifiziertes Immobilienmanagement bedeutet heute, unter Beachtung wettbewerbsintensiver, dynamischer Märkte, niedriger Renditen und vorhandener Leerstände die übernommene Immobilie nicht nur passiv zu verwalten, sondern bestmöglich, d.h. aktiv zu gestalten. Ein solcher Anspruch beinhaltet zuerst die Aufdeckung und Ausnutzung sämtlicher Kostensenkungspotenziale im Immobilienbestand. Dies wird in der Branche bereits zunehmend erkannt und umgesetzt. Wichtiger als eine operative Ausgabenreduzierung ist jedoch die strategische Ausrichtung von Immobilien auf die Bedürfnisse der aktuellen sowie auch der potenziellen Nutzer. Bedingt durch einen generell hohen Investitionsbedarf, ausgedehnte „time lags“ bis zur erfolgswirksamen Durchsetzung von Entscheidungen sowie lange Amortisationszeiträume bedarf das Immobilienmanagement grundsätzlich der Unterstützung durch die strategische Analyse, Planung und Kontrolle. Potenzielle Maßnahmen können nicht mit „Trial and Error“-Methoden getestet werden, vielmehr müssen sie schon im

Vorfeld unter Anwendung anerkannter, fundierter Konzepte hinsichtlich ihres Erfolgs- und Risikobeitrages bewertet werden.

Immobiliencontrolling schafft das notwendige Informationsverarbeitungssystem, welches die Immobilie ganzheitlich und kontinuierlich erfasst, Abweichungen von Zielvorgaben erkennt und alternative Lösungsmöglichkeiten beurteilt. Immobiliencontrolling lässt sich grundsätzlich nicht auf Einzelaktivitäten beschränken, sondern es muss zu einer logischen, geschlossenen Gesamtkonzeption ausgebaut werden. Innovatives Controlling orientiert sich heute nicht mehr an der Abarbeitung traditioneller Kostenrechnungsmodelle, sondern stellt die vom Management benötigten internen Beratungs- und Serviceleistungen flexibel und in einer hohen Qualität bereit. Ausgangspunkt sind immer die vorgegebenen, i.d.R. langfristigen Eigentümerziele. Immobilien werden in der Betrachtung entsprechend instrumentalisiert. Im Ergebnis ist Immobiliencontrolling zu definieren als ein ganzheitliches System zur Durchsetzung von Eigentümerzielen, welches selbständig und kontinuierlich bei Immobilien unter Beachtung ihres Umfeldes entsprechende Informations-, Planungs-, Steuerungs- und Kontrollaufgaben entwickelt und wahrnimmt.

Mit Hilfe des Immobiliencontrollings wird innerhalb des Immobilienmanagements ein grundlegender Informationsverarbeitungsprozess installiert. Dieser verknüpft die zentralen Elemente jedes Management- und Controllingsystems wie Funktionen, Aufgaben, Daten, Prozesse und Instrumente. Der kontinuierlich ablaufende Algorithmus beinhaltet als zentrale Komponenten

- die Beobachtung von Eigenschaften der Immobilie i.e.S., der Immobilienbewirtschaftung sowie des Umfeldes,
- die Generierung von Signalen bzw. Empfehlungen in Form von Kennzahlen, Diagrammen oder Berichten,
- die Ableitung von Entscheidungen unter Einbeziehung von Vorgaben des Eigentümers u.a. relevanter Quellen,
- die Umsetzung von Maßnahmen zur Veränderung der Immobilieneigenschaften i.e.S., der Immobilienbewirtschaftung und ggf. auch des Umfeldes.

Controllinglösungen und Informationsverarbeitungsprozesse können nicht losgelöst vom Immobilienmanagement geschaffen und angewendet werden. Eine allgemeine Controllingkonzeption bedarf daher vor ihrer Anwendung immer der Entwicklung eines spezifischen Controllingsystems. Innerhalb der Anpassung wird das gegebene Grundkonzept so konkretisiert, dass unter den gültigen Rahmenbedingungen die Bereiche Informationsgewinnung, Informationsverarbeitung sowie Informationsnutzung bestmöglich zur Zielerreichung beitragen. Gleichzeitig bedeutet dies, dass ein konkretes Controllingsystem

nicht so vorgeschlagen werden kann, dass es für alle Immobilien, alle Zielstellungen und alle Rahmenbedingungen gleichsam geeignet ist. Controllingsysteme sind Unikate.

Der Ausschluss eines universell einsetzbaren Controllingsystems muss jedoch nicht die grundsätzliche Abkehr von jeglicher Standardisierung bedeuten. Eine Lösung bilden vordefinierte Controllingmodule, welche die geforderte Qualität mit der notwendigen Flexibilität vereinbaren. Controllingmodule stellen ausgereifte Lösungen für abgegrenzte Teilprobleme dar. Geeignete Module werden im Anwendungsfall aus einer „Controlling-Tool-Box“ selektiert und zu einem individuellen Controllingsystem kombiniert.

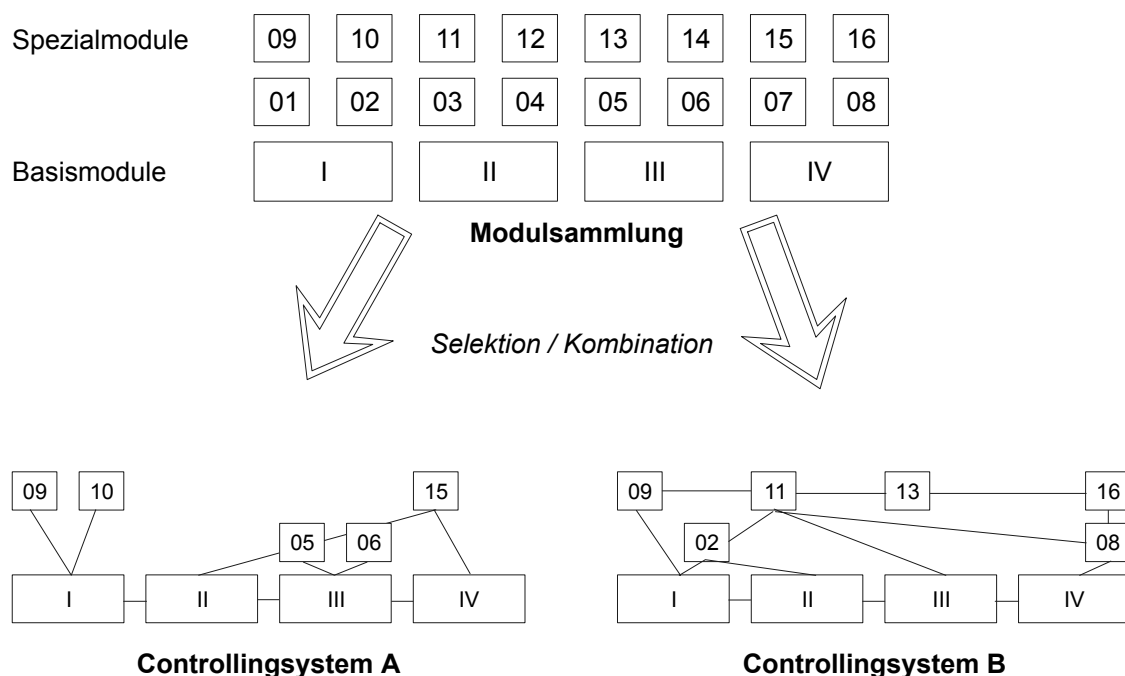


Abbildung: Generierung von Controllingsystemen aus einer Modulsammlung („Controlling-Tool-Box“)

Die Konzeption der Controlling-Tool-Box unterscheidet in Basismodule, welche grundlegende Funktionen bzw. Algorithmen realisieren (und daher in den meisten Controllingsystemen eingesetzt werden) und in Spezialmodule, welche nur bei Vorliegen einer besonderen Konstellation Anwendung finden werden.

Wichtige Instrumente des Immobiliencontrollings sind insbesondere Kennzahlensysteme, Discounted Cash Flow-Rechnungen, marktorientierte Immobilienbewertungen und Benchmarking-Projekte.

Kennzahlensysteme stellen die notwendige informationstechnische Infrastruktur des Immobiliencontrollings bereit. Technisch umgesetzt werden kann diese Infrastruktur beispielsweise in Form eines Data Warehouse-Systems. Einmal

installiert, liefern Kennzahlensysteme kontinuierlich Informationen über die Erreichung von Global- und Teilzielen, dienen der Analyse von Ursachen, zeigen Risiken auf und geben dem Management wichtige Signale zur Strategiedurchsetzung. Je nach Systemstruktur ermöglichen die enthaltenen Kennzahlen Vergleiche innerhalb einer Betrachtungsebene, in mehreren Aggregationsstufen, im Zeitverlauf und zwischen mehreren Objekten. Manuelle Erhebungen mit entsprechenden Verzögerungen, Kosten und Fehlerquellen werden weitgehend reduziert.

Mit dem eher aktionsorientierten Benchmarking wird dagegen ein permanenter Lern- und Verbesserungsprozess realisiert. Benchmarks (Bezugspunkte) liefern dabei Signale über gegebene Rückstände zu den Vergleichspartnern. Der so festgestellte Leistungsunterschied initialisiert die Suche nach Ursachen. Am Ende erfolgt die Implementierung der erfolgreicher, ggf. weiter verbesserten Methoden und Strategien beim zurückgebliebenen Objekt. Entscheidend ist, dass Benchmarking nicht als einmaliges Projekt, sondern als ständig ablaufender Zyklus im Controlling bzw. im Management gesehen wird.

Im Abschnitt „Betriebskostenmanagement bei Wohnimmobilien durch Implementierung eines Kennzahlensystems“ (Antje Erndt) wird eine Lösung entwickelt, welche die beiden Controllinginstrumente „Kennzahlensystem“ und „Benchmarking“ miteinander kombiniert. Damit wird dem Immobiliencontrolling ein leistungsfähiges Basismodul zur Verfügung gestellt, welches einen wichtigen operativen Teilbereich des Immobilienmanagements, das Betriebskostenmanagement, informationstechnisch unterstützt.

Das zweite Basismodul des Immobiliencontrollings, welches ebenfalls im Anschluss beschrieben wird, unterstützt dagegen vorrangig strategische Analysen. Originär realisiert die „Immobilienbewertung mit einem cash flow-orientierten Ertragswertverfahren“ (Steffen Metzner) zwar eine marktorientierte Veräußerungspreisbestimmung, daneben ist mit dem aufgezeigten Verfahren aber gleichfalls die (im Normalfall interne) Vorteilhaftigkeitsuntersuchung gegebener Handlungsalternativen möglich. Auch dieses Modul stellt eine speziell für den Immobilienbereich angepasste Kombination aus zwei allgemeinen Controllinginstrumenten dar, und zwar der Immobilienbewertung und der Investitionsrechnung.

Immobilienbewertung dient im Normalfall der Bestimmung des Verkehrswertes, also eines Preises der im gewöhnlichen Geschäftsverkehr für das Objekt zu erzielen wäre. Ein solcher Marktwert repräsentiert quasi den Gesamterfolg einer Immobilie, welcher sich aus den aktuellen und erwarteten Immobilieneigenschaften (inkl. Nutzungskonzept und andere Managementeigenschaften)

ergibt. Potenzielle Käufer sind bereit, diese Eigenschaften bei einem Erwerb sofort durch Geldzahlungen zu vergüten. Der zu zahlende Betrag entspricht dem „Wert“ der Immobilie. In vielen Fällen fungiert die sehr umfassende Größe Marktwert als oberste Zielkennzahl des Immobilienmanagements.

Das Ziel der Cash Flow-Maximierung leitet sich dagegen ab aus dem allgemeinen betriebswirtschaftlichen Ziel der Gewinnmaximierung. Gegenüber anderen Messgrößen zeigt der Cash Flow neben dem Erfolg auch die tatsächlich verwendbaren Mittel auf, ist eine Kennzahl zum Finanzierungsbedarf und determiniert den Kreditspielraum. Abstimmen lassen sich damit auch Wechselwirkungen innerhalb größerer Portfolios. Aufgrund dieser Vorteile präferieren zunehmend sowohl Privatinvestoren als auch institutionelle Immobilieneigentümer bei ihren Entscheidungen die Cash Flow-Analyse gegenüber anderen Erfolgsrechnungen. Mit der Diskontierung des Cash Flow (DCF-Methode) wird zudem die sachgemäße Beurteilung zeitlich beliebig verteilter Zahlungen innerhalb von Investitionsrechnungen erreicht.

Der Abschnitt „Immobilienbewertung mit einem cash flow-orientierten Ertragswertverfahren“ zeigt eine Alternative zur traditionellen Bewertungspraxis auf, wobei die externe Marktsicht und die interne Analysesicht in einem einheitlichen, in sich schlüssigen Verfahren zusammengeführt werden.

Die hier vorgestellten Basismodule des Immobiliencontrollings stellen beispielhafte Lösungen für häufige Problemstellungen, d.h. gängige Anwendungsfälle vor. Dadurch sollen jedoch keinesfalls autonome Insellösungen erzeugt werden. Entwicklungsziel ist ein ganzheitlicher Informationsverarbeitungsprozess im Immobilienmanagement. Perspektivisch ist die Controlling-Tool-Box um weitere Module zu ergänzen. Innerhalb von Controllingsystemen kommunizieren alle verknüpften Module über eine gemeinsame Datenbasis.

Die beiden hier abgedruckten Arbeiten entstanden als Diplomarbeiten am Institut für Immobilienmanagement der Universität Leipzig. Zudem ist eine Dissertation zum Thema „Immobiliencontrolling“ erschienen. Aktuelle Informationen über wissenschaftliche und praxisorientierte Konzeptionen des Immobiliencontrollings werden im Internet publiziert unter www.immobilienccontrolling.de.

Wir wünschen Ihnen eine angenehme und nützliche Lektüre. Über einen regen Austausch zu Erfahrungen und Ideen würden wir uns freuen.

Steffen Metzner und Antje Erndt

Leipzig, Sommer 2006

Modul 1

**Immobilienbewertung mit
einem cash flow-orientierten
Ertragswertverfahren**

von

Steffen Metzner

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	18
Tabellenverzeichnis	20
1 Kritik am Ertragswertverfahren nach Wertermittlungsverordnung	21
1.1 Ziele einer kundenorientierten Immobilienbewertung	21
1.2 Aktuelle Einflüsse auf den Wert von Immobilien	22
1.2.1 Leerstand und Mietenrückgang	23
1.2.2 Einflüsse durch politische Rahmenbedingungen.....	24
1.2.2.1 Steuern und Fördermittel	24
1.2.2.2 Rechtliche Einflüsse	25
1.2.2.3 Sonstige Einflüsse der öffentlichen Hand	26
1.2.3 Demographische, soziale und psychologische Faktoren	27
1.2.4 Verhalten der Investoren	28
1.3 Berücksichtigung wertrelevanter Faktoren im Ertragswertverfahren	29
1.3.1 Allgemeiner Bewertungsansatz	30
1.3.2 Spezifische Ausgestaltung in der Wertermittlungsverordnung	32
1.3.2.1 Grundmodell	32
1.3.2.2 Erweiterbarkeit und Flexibilität.....	33
1.3.3 Eignung des Verfahrens nach WertV für eine marktbezogene Immobilienbewertung.....	34
1.3.3.1 Vergangenheitsbezogenheit der Datenerhebung	34
1.3.3.1.1 Wertfestschreibung durch historische Liegenschaftszinssätze ...	34
1.3.3.1.2 Diskussion der Prämisse „Nachhaltigkeit“ bei der Bewertung veränderlicher Erträge	36
1.3.3.2 Fehlerhafte Rechentechniken.....	37
1.3.3.3 Schwierigkeiten in der Darstellung und Interpretation	39
2 Schrittweise Entwicklung eines cash flow-orientierten Ertragswertverfahrens	41
2.1 Prämissen für ein neues Ertragswertverfahren.....	41
2.1.1 Wertbegriff des neuen Verfahrens.....	41
2.1.1.1 Marktpreis als Menge möglicher Preise.....	41
2.1.1.2 Beachtung des Eigentümereinflusses	43
2.1.2 Grundlegende Prinzipien	44
2.1.2.1 Äquivalenzprinzip.....	44

2.1.2.2	Relativitätsprinzip.....	44
2.1.2.3	Objektivierung.....	45
2.1.2.4	Flexibilität.....	46
2.1.3	Cash flow-Ansatz.....	46
2.1.4	Darstellung.....	48
2.1.4.1	Verständlichkeit und Nachvollziehbarkeit.....	48
2.1.4.2	Mehrwertigkeit durch Szenarien.....	49
2.1.5	Akzeptanz.....	49
2.2	Herleitung eines cash flow-orientierten Ertragswertverfahrens ausgehend vom Ertragswertverfahren nach WertV.....	50
2.2.1	Modifikation des Verfahrens nach Wertermittlungsverordnung...	50
2.2.1.1	Erklärung des Formelinhaltes durch eine Tabellendarstellung ...	51
2.2.1.2	Umstellung zur Berücksichtigung der Liquiditätswirksamkeit des Faktors Boden.....	52
2.2.2	Parallele Umformung von Ertragsgrößen und Zinssätzen.....	53
2.2.2.1	Eliminierung von Wertsteigerungsannahmen aus dem Zinssatz	54
2.2.2.2	Umstellung auf Nominalzahlungen und Nominalzinssatz.....	55
2.2.3	Bandbreiten statt einwertiger Erwartungsgrößen.....	59
2.2.4	Varianten für spezielle Bewertungsfälle.....	61
2.2.4.1	Feste Mietzinsvereinbarung.....	61
2.2.4.2	Rechte und Belastungen.....	62
2.2.4.3	Wirkungen des Steuerrechts.....	64
2.2.5	Verringerung der Berechnungsschritte durch komprimierende Formeldarstellung.....	65
2.3	Aussagekraft des neuen Verfahrens und Einordnung in die internationale Bewertungspraxis	66
2.4	Verfahrensapplication bei einem Wohnmietshaus	68
2.4.1	Objektdarstellung.....	68
2.4.1.1	Lage.....	68
2.4.1.2	Bauwerksmerkmale.....	69
2.4.2	Datenerhebung.....	70
2.4.2.1	Einzahlungen.....	71
2.4.2.1.1	Laufende Einzahlungen.....	71
2.4.2.1.1.1	Feststellung und Prognose.....	71
2.4.2.1.1.2	Besonderheiten.....	73
2.4.2.1.1.3	Anzusetzende Werte.....	74
2.4.2.1.2	Einmalige und aperiodische Einzahlungen.....	75
2.4.2.2	Auszahlungen.....	76

2.4.2.2.1	Laufende Auszahlungen	77
2.4.2.2.2	Einmalige und aperiodische Auszahlungen.....	78
2.4.2.3	Wirtschaftliche Restnutzungsdauer	79
2.4.2.3.1	Gewöhnliche Nutzungsdauer.....	79
2.4.2.3.2	Verlängerung der Nutzungsdauer.....	80
2.4.2.4	Ermittlung des Immobilienzinssatzes.....	80
2.4.2.4.1	Kalkulationsbasis Liegenschaftszins	80
2.4.2.4.1.1	Einbeziehung von Inflationswirkungen	81
2.4.2.4.1.2	Eliminierung von Realwertsteigerungsannahmen	83
2.4.2.4.1.3	Berechnung des Immobilienzinssatzes	84
2.4.2.4.2	Kalkulationsbasis Kapitalmarktzins.....	84
2.4.2.4.2.1	Ermittlung der Eingangsdaten	85
2.4.2.4.2.2	Berechnung des Immobilienzinssatzes	86
2.4.2.4.3	Anzuwendende Kalkulationsbasis	87
2.4.2.5	Plausibilitätskontrollen	87
2.4.3	Ertragswertberechnung	88
2.4.3.1	Rechnung mit dem cash flow-orientierten Ertragswertverfahren. 88	
2.4.3.1.1	Aufstellung der Zahlungsreihen	88
2.4.3.1.2	Ergebnisberechnung.....	89
2.4.3.2	Vergleichsrechnung nach Wertermittlungsverordnung.....	91
2.4.4	Marktanpassung	92
2.4.5	Darstellung und Begründung der Ergebnisse gegenüber dem Auftraggeber.....	94
2.5	Modifikationen der Beispielrechnung.....	95
2.5.1	Alternative Berechnung ohne Staffelmieten	95
2.5.2	Alternative Berechnung mit Wechsel von preisgebundener zur Vergleichsmiete	96
3	Leistungsfähigkeit des cash flow-orientierten Ertragswertverfahrens	98
3.1	Eignung für spezielle Wertermittlungszwecke	98
3.1.1	Marktpreisermittlung	98
3.1.2	Immobilientypen und Nutzungsarten	99
3.1.3	Wertschätzung entsprechend individueller Renditeerwartungen	99
3.2	Integration in eine ganzheitliche Investitionsrechnung	100
3.2.1	Renditeberechnung	100
3.2.1.1	Statische Verfahren	101
3.2.1.2	Dynamische Modelle	101
3.2.2	Prognose der Wertentwicklung.....	102

3.2.3	Liquiditätsplanung und Finanzierungen	104
3.2.4	Quantitative Methoden zur Risikoanalyse	104
3.2.4.1	Korrekturverfahren	105
3.2.4.2	Sensitivitätsanalysen	105
3.2.4.3	Value at Risk	106
3.2.4.4	Monte Carlo-Simulation	107
3.3	Benchmarking	109
3.4	Immobilien im Unternehmensbesitz	110
3.4.1	Unternehmensbewertung	110
3.4.2	Vollständige Finanzpläne und Unternehmensplanung	111
3.5	Überprüfbarkeit von Gutachten.....	112
3.6	Hinweise zur Einführung.....	112
3.6.1	Ermittlung einer geeigneten Datenbasis.....	113
3.6.1.1	Handhabung der Variablenvielfalt.....	113
3.6.1.2	Kalkulation des Immobilienzinssatzes	113
3.6.2	Komplexitätsreduktion	114
3.6.3	Auswirkungen von Fehlprognosen	115
3.7	Abschließende Wertung.....	116
Anhang		119
A1. Grundlegende Ertragsbegriffe und Zinssätze.....		119
A2. Fallbeispiel 1: Staffelmietvereinbarung.....		120
A3. Fallbeispiel 2: Ohne Staffelmietvereinbarung.....		123
A4. Fallbeispiel 3: Mietpreisbindung		125
Zusammenfassung.....		127

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1:	Ertragswert als Summe der Barwerte künftiger Erträge	31
Abbildung 2:	Nur der (nachhaltig erzielbare) Ertrag des ersten Jahres wird kapitalisiert	32
Abbildung 3:	Wertfestschreibung durch historische Liegenschaftszinssätze	35
Abbildung 4:	Überhöhter Wertansatz bei Anwendung der WertV zur Bewertung von Staffelmietvereinbarungen	38
Abbildung 5:	Überhöhter Wertansatz bei Anwendung der WertV zur Bewertung von Mindererträgen (z.B. konstante Mietvereinbarung)	38
Abbildung 6:	Cash-flow in der Investitionsrechnung (nach Schulte)	47
Abbildung 7:	Gespaltenes Ertragswertverfahren nach WertV als Ausgangsbasis	50
Abbildung 8:	Gespaltenes Ertragswertverfahren nach WertV in Tabellendarstellung	51
Abbildung 9:	Festverzinsliche Anleihe als Alternativanlage	52
Abbildung 10:	Ertragswertberechnung unter Annahme gleichbleibender Erträge und Bodenwerte	53
Abbildung 11:	Ertragswertberechnung mit Abbildung des realen Wachstums von Erträgen und Bodenwert	55
Abbildung 12:	Ertragswertberechnung mit nominalen Ertragswerten	58
Abbildung 13:	Gegenüberstellung von Zins- und Ertragsbegriffen	59
Abbildung 14:	Ertragswertberechnung mit prognostizierten Bandbreiten	60
Abbildung 15:	Anzusetzende Mieterträge bei einem Over-Rented-Objekt	62
Abbildung 16:	Übertragbarkeit von Bewertungssachverhalten	67
Abbildung 17:	Aufstellung einer Datenprognose	71
Abbildung 18:	Preisindex für Wohnungsmieten (modellhafte Annahme)	72
Abbildung 19:	Preisentwicklung von Bauland entsprechend Stärke der Region (nach Altenseuer)	76
Abbildung 20:	Inflation im langfristigen Vergleich	82
Abbildung 21:	Mieten nach WertV und cash flow-orientiertem Verfahren	91
Abbildung 22:	Barwerte der Mieten nach WertV und nach cash flow-orientiertem Verfahren	92

Abbildung 23: Schätzung des Realisationspreises	94
Abbildung 24: Barwerte der Mieten nach WertV und cash flow-orientiertem Verfahren	97
Abbildung 25: Kompatibilität von Ertragswertbestimmung und internem Zinsfuß	102
Abbildung 26: Prognose der Wertentwicklung	103
Abbildung 27: Cash-flow aus Objekt und Auszahlungen durch Finanzierung	104
Abbildung 28: Sensitivitätsanalyse und Tornado-Chart (Screenshot: Software RES invest)	106
Abbildung 29: Berechnung des Value At Risk	107
Abbildung 30: Risikobestimmung durch Monte Carlo-Simulation (Screenshot: Software RES invest)	108
Abbildung 31: Cash-flow-orientiertes Ertrags- wertverfahren als Baustein der Unternehmensbewertung	110
Abbildung 32: Korrelation von Einflussfaktoren mit dem Ertragswert beim cash-flow-orientierten Verfahren (ermittelt beim Bewertungsbeispiel)	115

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1:	Erträge aus bestehenden Staffelmietvereinbarungen	72
Tabelle 2:	Trendparameter für Mietprognose	73
Tabelle 3:	Anzusetzende Mietzahlungen inklusive Mietausfallwagnis	75
Tabelle 4:	Ausgangsdaten für die Prognose des Bodenwertes am Ende der Nutzung	76
Tabelle 5:	Eckdaten der laufenden Ausgaben	78
Tabelle 6:	Ausgangsdaten für eine Prognose der Zahlungen für Abriss und Entsorgung	78
Tabelle 7:	Restnutzungsdauer und Zahlungen am Ende der Nutzungsdauer	79
Tabelle 8:	Ausgangsdaten zur Kalkulation des Immobilienzinssatzes auf Basis des Liegenschaftszinses	84
Tabelle 9:	Ausgangsdaten zur Kalkulation des Immobilienzinssatzes auf Basis des Kapitalmarktzinses	86
Tabelle 10:	Ausschnitt aus der Zahlungsübersicht	89
Tabelle 11:	Ergebnisvergleich cash-flow-orientiertes Ertragswert- verfahren und WertV (Beispiel Staffelmietverträge)	91
Tabelle 12:	Vergleich cash-flow-orientiertes Ertragswertverfahren / Maklermethode	93
Tabelle 13:	Ergebnisvergleich cash-flow-orientiertes Ertragswertverfahren und WertV (Beispiel ohne Staffelmieten)	95
Tabelle 14:	Ergebnisvergleich cash-flow-orientiertes Ertragswert- verfahren und WertV (Beispiel Mietpreisbindung)	96

1 Kritik am Ertragswertverfahren nach Wertermittlungsverordnung

Das Ertragswertverfahren nach Wertermittlungsverordnung¹ ist das Standardverfahren für die Bewertung von Immobilien nach ihrem Ertrag. Alternative Verfahren zur Ertragswertbestimmung werden in Deutschland derzeit kaum genutzt. Die Ursachen für diese scheinbar uneingeschränkte Akzeptanz sind nicht nur bei den qualitativen Merkmalen des Verfahrens zu suchen.

Die Wertermittlungsverordnung (WertV) wurde bereits im Jahre 1961 auf Grundlage einer Ermächtigung im Bundesbaugesetz geschaffen und zwischenzeitlich mehrfach überarbeitet. Die verbreitete Anwendung des Ertragswertverfahrens nach Wertermittlungsverordnung basiert auf dieser gesetzlichen Normierung und der damit begründeten Verbindlichkeit für Gutachterausschüsse und Teile der Verwaltung.²

Eine derartige Standardisierung eines Verfahrens fördert die Akzeptanz und die Überprüfbarkeit von Gutachten, sie erschwert aber gleichzeitig die Einbringung neuer Erkenntnisse aus der internationalen Bewertungspraxis.

Das Ertragswertverfahren nach WertV war bei einer gleichmäßigen Entwicklung von Mieten, Bodenwerten und Immobilienpreisen gut anwendbar. Die Ergebnisse spiegelten unter diesen Bedingungen im Allgemeinen die Marktsituation wider.

Heute jedoch wirken auf die Immobilienmärkte neue, sich oft sprunghaft verändernde Einflüsse ein, welche in der Wertermittlung zu berücksichtigen sind. Wie die folgenden Untersuchungen zeigen, ist das Ertragswertverfahren nach WertV dafür nur eingeschränkt nutzbar.

1.1 Ziele einer kundenorientierten Immobilienbewertung

Gutachten über den Wert von Immobilien dienen den unterschiedlichsten Bedürfnissen. Sie bilden die maßgebliche Entscheidungsgrundlage für Käufer und Verkäufer einer Liegenschaft, sie finden für banktechnische, steuerliche und versicherungsmathematische Zwecke Verwendung und sie entscheiden nicht zuletzt auch über den Ausgang von Rechtsstreitigkeiten.

¹ Verordnung über die Ermittlung der Verkehrswerte von Grundstücken (Wertermittlungsverordnung 88 – WertV 88) vom 6.12.1988 (BGBl. I S.2209)

² Vgl. Zimmermann, Peter / Heller, Robert, Der Verkehrswert von Grundstücken, München 1995, S.2 und S.27ff

Häufig stellen Immobilientransaktionen für die Beteiligten seltene Geschäfte mit außergewöhnlich hohem Kapitaleinsatz dar. Der festgestellte Wert des Grundvermögens determiniert den Erfolg von Unternehmen oder privaten Portfolios erheblich.

Der Gutachter übernimmt damit eine große Verantwortung. Es genügt deshalb nicht die Nennung eines einzelnen Wertes, um den Bewertungsauftrag zu erfüllen. Eine weitergehende, fundierte Beratung ist unerlässlich.

Dem Ziel einer umfassenden Dienstleistung soll schon mit der Ausgestaltung des Wertgutachtens Rechnung getragen werden. Transparenz und Nachvollziehbarkeit resultieren aus einer umfassenden Erklärung von Einflussgrößen, Berechnungen und Ergebnissen. Basis sollte ein gutes Research unter Nutzung eigener und externer Quellen sein. Die Einschätzung der zukünftigen Entwicklung des langlebigen Wirtschaftsgutes Immobilie soll den beteiligten Parteien durch das Wertgutachten erleichtert werden. Prognostizierte Renditen und Erträge der Liegenschaft sowie die damit verbundenen Chancen und Risiken müssen klar werden.

In der deutschen Wertermittlungspraxis werden Gutachten über den Wert von Immobilien nach den Grundsätzen der Wertermittlungsverordnung und den Wertermittlungsrichtlinien angefertigt. Die folgenden Ausführungen werden analysieren, welche Schwierigkeiten speziell bei dem in diesen Vorschriften definierten Ertragswertverfahren auftreten.

Mit einem zu entwickelnden cash flow-orientierten Ertragswertverfahren soll im Anschluss eine Alternative geschaffen werden, welche nicht nur unter ökonomischen Gesichtspunkten exakt ist, sondern auch den effektiven Nutzen für den Auftraggeber und Anwender des Gutachtens erhöht.

1.2 Aktuelle Einflüsse auf den Wert von Immobilien

Die deutschen Immobilienmärkte befinden sich in einem intensiven Umstrukturierungsprozess. Für die Bewertung des langlebigen Wirtschaftsgutes Immobilie³ dürfen Marktteilnehmer und Gutachter daher nicht nur die aktuelle Situation betrachten, sondern sie müssen stärker als bisher zukunftsorientiert analysieren, also Chancen und Risiken würdigen.

³ Vgl. Kühne-Bühning, Lidwina, Charakterisierung des Wirtschaftsgutes Wohnung und seiner Nutzungsleistungen, in: Kühne-Bühning, Lidwina / Heuer, Jürgen (Hrsg.), Grundlagen der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft, 3. Auflage, Frankfurt 1994, S.6

Dazu ist es nötig, dass sie die wertrelevanten Faktoren kennen und quantifizieren können. Eine ursache-wirkungs-bezogene Einschätzung der Situation bildet die notwendige Ausgangsbasis zur Prognose der weiteren Entwicklung.

1.2.1 Leerstand und Mietenrückgang

Preisanstiege waren bei Wohn- und Gewerbeimmobilien lange Zeit nahezu jährlich zu Verzeichnen. Schwankungen waren eher kurzfristiger Natur und konnten durch langfristige Mietverträge und gestaffelte Laufzeiten zumindest auf Portfolioebenen kompensiert werden. Vor etwa 15 Jahren entstand anfangs nur in einzelnen Segmenten, später dann über weite Teile des Marktes eine neue Situation. Signifikante Rückgänge bei Werten und Mieten waren zu verzeichnen.⁴ Beispielsweise sanken bereits im Jahr 1996 die Preise gewerblich genutzter Grundstücke deutschlandweit um 4,7%, im – steuerinduziert – sehr überhitzten Markt der neuen Bundesländer sogar um 9,0%.⁵ Großflächige Leerstände bei Gewerbeimmobilien sind heute an zahlreichen Standorten sichtbar.⁶ Ertragsprognosen müssen zunehmend korrigiert werden.

Niedrige Mietpreise und andere (monetäre und nicht monetäre) Incentives sollen wieder zu einem Marktgleichgewicht (d.h. hohen Vermietungsständen) führen. Untersuchungen kommen jedoch zu dem Schluss, dass die mikroökonomische gängige Preis-Absatz-Funktion auf den Immobilienmarkt nur bedingt anwendbar ist. Eine Mietpreissenkung führt nicht unmittelbar zu höheren Vermietungsständen. Vielmehr ist die optimale Eignung von Flächen für das Geschäft oder die Wohnbedürfnisse des Nutzers entscheidend. Preisvorteile führen nur zwingend zu einem (rational sicher sinnvollen) Umzug oder einer Ausweitung der in Anspruch genommenen Fläche.⁷

Aus Sicht der Bewertung ist zu hinterfragen, wie mit Leerstand umzugehen ist. Häufig werden ersatzweise nachhaltige (d.h. marktübliche) Mieten angesetzt. Üblich sind Abschläge für die Wiedervermietungszeit. Fraglich ist dabei die Wahrscheinlichkeit, ob überhaupt und wenn ja in welcher Frist eine Vermietung stattfinden kann. Käufer messen leer stehenden Flächen u.U. überhaupt keinen Wert bei, so dass beim Verkauf von Gewerbeimmobilien entsprechende Teilflächen als Zugabe des Verkäufers quasi verschenkt werden. Die Be-

⁴ Vgl. Stinner, Jürgen, Neue Herausforderungen an die Banken – die Umbrüche auf den Immobilienmärkten, in: Grundstücksmarkt und Grundstückswert, Nr.5/97, Neuwied 1997, S.261

⁵ Vgl. Stinner, Jürgen, Der Markt der gewerblichen Immobilien: Ein Umbruch ist unübersehbar, in: Der Langfristige Kredit, Nr.10/97, Frankfurt 1997, S.318

⁶ Vgl. Waldmann, Klaus, Strukturelle und zyklische Veränderungen der Büromärkte in Deutschland, in: Der Langfristige Kredit, Nr. 2/98, Frankfurt 1998, S. 56

⁷ Vgl. Bone-Winkel, Stephan / Sotelo, Ramon, Warum werden Büroflächen (nicht) vermietet?, in: Grundstücksmarkt und Grundstückswert, Nr.4/95, Neuwied 1995, S. 199