

Die Immobilienwertermittlung aus dem Blickwinkel der Kapitalanlage institutioneller Investoren*



Harald Stützer

1 Situation

Auf dem internationalen Sektor hat das Discounted Cash-Flow Verfahren Einzug gehalten. Dieses auch Barwertmethode genannte Verfahren wird bereits seit vielen Jahren in den angelsächsischen Ländern angewandt, hat jedoch in Deutschland nur in Teilbereichen Verbreitung gefunden. Der Grund liegt vorrangig darin, dass hierzulande auf der Basis der Wertermittlungsverordnung (WertV) gearbeitet wird, welche das Discounted Cash-Flow Verfahren bisher noch nicht vorsieht (FALK 2004). In der WertV wird auf das Vergleichs-, Sach- und Ertragswertverfahren abgestellt. Diese Verfahren wurden im vorhergehenden Beitrag dieser Veröffentlichung umfassend dargestellt (STINGLWAGNER 2009).

Das DCF-Verfahren kommt als nicht normiertes Verfahren insbesondere im Bereich der institutionellen Kapitalanleger im Immobilienbereich zum Einsatz. Es bildet dort als Investorenverfahren die Basis für Kapitalanlageentscheidungen. Dabei ist festzustellen, dass es Gemeinsamkeiten, aber auch Abgrenzungen zwischen den herkömmlichen deutschen Wertermittlungsverfahren und dem DCF-Verfahren gibt.

2 Rahmen

Die Gruppe der institutionellen Investoren ist durchaus als heterogen zu bezeichnen. Sie setzt sich aus den folgenden Anlegern zusammen:

- Versicherungsunternehmen, Pensionskassen, Pensionsfonds, berufsständische Versorgungswerke, Rückversicherungsunternehmen
- Banken und Sparkassen

* Nach einem Vortrag gehalten in der Wintervortragsreihe 2008/2009 des DVW Bayern e. V. am 14. November 2008 in München

- Unternehmen
- Fondsinstitute
- Stiftungen
- kirchliche und karitative Einrichtungen
- Family Offices

Die erstgenannten Investoren unterliegen der Aufsicht staatlicher Behörden. Gemäß der Aufgabenteilung zwischen Bund und Ländern liegt die Aufsicht entweder bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) oder bei den entsprechenden Länderbehörden. Auch in Abhängigkeit von den gesellschaftsrechtlichen Strukturen der gewählten Anlagen unterliegen die Investoren den umfangreichen Anforderungen an das Risikomanagement, an die Berichtspflichten und damit auch an die Bewertung der einzelnen Investitionen. Hier wird zwar grundsätzlich auf die normierten Verfahren der WertV abgestellt, im Prüfungsprozess der Due Diligence (*siehe Abschnitt 4*) findet jedoch sehr häufig das DCF-Verfahren Anwendung.

Es ist leider nur rudimentär möglich, die Kapitalanlagevolumina der genannten institutionellen Investoren im Immobilienbereich zu erfassen. Dies zeigt sich schon am Beispiel der Versicherungen. Nach den aktuellen Zahlen der BaFin-Statistiken (BAFIN 2008) haben die Kapitalanlagen der Erstversicherungsunternehmen in Deutschland im 2. Quartal 2008 insgesamt 1 085 698 Mio. € betragen. Davon waren 2,2 % in Grundstücken und grundstücksgleichen Rechten investiert, 25,0 % in Anteilen an Sondervermögen, Investmentaktiengesellschaften und Investmentgesellschaften und weitere 3,2 % in nicht notierten Aktien und Gesellschaftsanteilen. Leider beinhalten die beiden letztgenannten Gruppen auch Kapitalanlagen außerhalb des Immobilienbereichs. Insofern können die tatsächlich in Immobilien investierten Beträge nur geschätzt werden. Wird von einem Immobilienanteil in Höhe von ca. 5 % bis 6 % ausgegangen, so liegt der nominale Betrag im Bereich von ca. 54 bis 65 Mrd. €. Wird weiterhin unterstellt, dass ca. 10 % der Kapitalanlagen im Immobilienbereich jährlich neu investiert werden, stehen Immobilienbewertungen für ein Volumen von ca. 5 bis 7 Mrd. € pro Jahr allein bei den Erstversicherungsunternehmen in Deutschland an. Diese Bewertungen werden direkt von den Investoren oder in deren Auftrag durchgeführt.

Die Anlagevolumina der Versicherungsunternehmen sind noch relativ leicht zu erfassen. Ungleich schwerer sind Schätzungen der Kapitalanlagebeträge im Immobilienbereich bei den anderen genannten Investoren. Bei den Fondskonstrukten liegen zwar zumindest für die offenen Immobilienfonds und die Immobilienspezialfonds Zahlen des Bundesverband Investment und Asset Management e. V. (BVI) vor, jedoch sind die Hauptanleger in den Spezialfonds

wiederum Versicherungsunternehmen, so dass sich bei bloßer Addition hier Doppelberücksichtigungen ergeben würden.

In der Gesamtbetrachtung kann aber vermutet werden, dass für einen niedrigen zweistelligen Milliardenbereich jährlich Immobilienkapitalanlagen bei den deutschen institutionellen Investoren erfolgen und damit auch die entsprechenden normierten und nicht normierten Verfahren der Bewertung zum Einsatz kommen.

3 Bewertungsanlass

Zunächst ist festzustellen, dass der Bewertungsanlass ein wichtiges Indiz dafür bildet, welche Verfahren zur Ermittlung eines Immobilienwertes herangezogen werden. Die Anlässe können vielfältiger Art sein: z.B. An- und Verkauf, Erbschaft, Scheidung, Kreditaufnahme oder auch Enteignung. Allein bei dem Thema Erbschaft wird deutlich, dass es unterschiedliche Betrachtungsweisen gibt. Im Rahmen einer Erbauseinandersetzung dürfte der klassische Verkehrswert die Grundlage bilden, während die Basis für die Berechnung der Erbschaftsteuer anderen gesetzlichen Normierungen unterliegt. Bisher wurde hier bei der Immobilienbewertung auf den Bedarfswert abgestellt. Der Bundesrat hat auf seiner Sitzung am 5. Dezember 2008 das Gesetz zur Reform des Erbschaftsteuer- und Bewertungsrechts (ErbStRG) verabschiedet, welches am 1. Januar 2009 in Kraft getreten ist. Seither werden die einzelnen Grundstücksarten je nach ihrer Eigenart unterschiedlich bewertet (DELOITTE & TOUCHE 2008). Auch im Rahmen der Kreditaufnahme ist offensichtlich, dass die Ermittlung des Beleihungswertes für eine Hypothekenfinanzierung bestimmten Kriterien, hier den Vorgaben des Hypothekengesetzes, entspricht und damit der Beleihungswert vom Verkehrswert abweicht. Im Folgenden soll von Immobilienbewertungen ausgegangen werden, die die Ermittlung eines Verkehrswertes zum Ziel haben.

4 DCF und Due Diligence

Das DCF-Verfahren findet bei institutionellen Investoren im Rahmen des aktiven Portfoliomanagements Anwendung. Dort erfolgen regelmäßig Ankaufsvorgänge. Der institutionelle Kapitalanleger steht dabei vor der Frage, welchen Kaufpreis er vertreten kann, um eine seiner Anlagestrategie entsprechende Rendite zu erwirtschaften. Er muss somit eine Art Kaufpreisobergrenze definieren, die er auch bei ungünstigem Verlauf der Verhandlungen mit dem Verkäufer nicht überschreiten sollte.

Um den genannten Entscheidungswert zu definieren, bedient sich der Investor der Discounted Cash-Flow-Methode. Hier wird schon deutlich, dass zunächst

einmal Renditeparameter eine Rolle spielen, die in der Sphäre des Investors definiert werden und mit dem Liegenschaftszinssatz der Ertragswertermittlung nach WertV nicht stringent übereinstimmen. Der ermittelte Wert wird erst dann zum Verkehrswert, wenn die Erwerbsverhandlungen zu einem positiven Ergebnis führen. Das DCF-Verfahren versucht somit, die Zukunft in einem Modell abzubilden. Hier wird das klassische Problem der Kapitalanlage sichtbar: »Der Makler denkt in Monaten, der Projektentwickler in Jahren, aber der Investor muss in Jahrzehnten denken« (ROHMERT 2008).

Eingebunden ist die DCF-Berechnung in ein Due Diligence-Verfahren. Dies ist ein synoptisches Verfahren der Gewinnung und Auswertung von Informationen über die im Ankaufprozess befindliche Immobilie. Der potentielle Erwerber will dabei Chancen und Risiken des Objektes aufdecken und damit Auswirkung auf die Kosten- und Ertragssituation erfassen. Neben klassischen Parametern zur Ertragssituation (z. B. Mietvertragsdaten) und zur ergänzenden rechtlichen Situation (z. B. wertbeeinflussende Rechte und Belastungen in Abteilung II des Grundbuchs) werden weitere wirtschaftliche und politische Rahmenbedingungen beachtet. Hierunter sind beispielsweise Altlastenthematiken zu verstehen, aber auch politische Risiken bei Auslandsengagements.

Bezüglich der politischen Risiken ist festzustellen, dass diese manchmal durchaus näher liegen als allgemein vermutet: nicht irgendwo in Südamerika, sondern direkt in Europa vor der Haustüre. So berichtete die Financial Times Deutschland am 1. November 2008 darüber, dass die spanische Regierung eine Verstaatlichungswelle losgetreten hat. Sie stützt sich dabei auf ein Küstenschutzgesetz aus dem Jahr 1988, das darauf abgezielt hat, Küsten und Dünen zu schützen und für die Öffentlichkeit den Zugang zum Strand zu garantieren. Legal erworbene Immobilien sind nun von – durchaus auch entschädigungsloser – Enteignung bedroht. Rund 1000 Gebäude wurden bereits abgerissen (FTD 2008). Derartige Risiken gilt es, im Rahmen einer Due Diligence zu erfassen und zu bewerten. Gegebenenfalls auch mit dem Ergebnis, dass eine Investition nicht durchgeführt wird und damit die Kosten für die Due Diligence abzuschreiben sind.

Aus übergeordneten Kapitalanlagegesichtspunkten befindet sich der institutionelle Anleger im magischen Anlagedreieck Sicherheit – Rentabilität – Liquidität (STÜTZER 2004). Grundsätzlich zeichnet sich eine Immobilieninvestition durch zumindest eingeschränkte Liquidität aus, da Objektverkäufe eher im Bereich von Wochen oder Monaten realisiert werden können. Dass auch die theoretische tägliche Handelbarkeit von Anteilen an offenen Immobilienfonds oder Immobilienspezialfonds durchaus mit Tücken versehen ist, hat sich im zweiten Halbjahr 2008 erneut gezeigt. Nach massiven, teils panikartigen Anteilsschein-

rückgaben von Dachfonds und Vermögensverwaltungsgesellschaften haben viele Kapitalanlagegesellschaften auf die nach dem Investmentgesetz mögliche Einschränkung der Rücknahme zurückgegriffen. Hält die Situation an, müssen zur Liquiditätsbeschaffung Objekte aus den Fonds verkauft werden, was bei einer systematischen Entwicklung in fallenden Märkten die Kaufpreisreduktionen weiter beschleunigen wird.

Aus dem Anlagedreieck verbleiben noch die Elemente Sicherheit und Rentabilität, die miteinander korrelieren. Deutlich wird dies an den Risiko-Rendite-Profilen der am Markt angebotenen Fonds, die sich von »Core« über »Core Plus« und »Value Added« bis hin zu »Opportunistic« erstrecken. Core-Fonds investieren in bestehende Objekte mit geringem Leerstand und lang laufenden Mietverträgen mit Mietern hoher Bonität. Der Fremdfinanzierungsanteil liegt in der Spitze bei ca. 50 %. Die Renditen auf das eingesetzte Kapital liegen zwischen 4 % und 9 %, wobei sich Core Plus-Investitionen im oberen Bereich dieser Spanne bewegen. Fonds der Kategorie Value Added versuchen verstärkt Marktschwankungen auszunutzen und damit in steigende Märkte zu investieren. Dabei werden folgerichtig auch vermehrt Leerstände in Kauf genommen und kurz laufende Mietverträge akzeptiert. Die Fremdfinanzierungsquoten liegen bei 50 % bis 75 % und die avisierten Renditen bewegen sich im Bereich zwischen 10 % und 17 %. Opportunistische Fonds suchen gezielt nach Risikoobjekten mit hohen Leerständen oder nach Entwicklungsobjekten. Problembehaftete Portfolios werden letztlich in schwierigem Marktumfeld unter Preis eingekauft und sollen dann nach Umstrukturierung und Markterholung mit entsprechender Wertsteigerung wieder abgestoßen werden. Der Fremdkapitalanteil bewegt sich zwischen 75 % und 95 %. Die Renditeerwartungen in diesem Anlagesegment liegen deutlich im zweistelligen Bereich. Allein schon die Beschreibung der Anlagestrategie zeigt die solchen Fonds innewohnende Risikosituation deutlich auf. Die Wahl des Risiko-Rendite-Profiles stellt eine grundsätzliche Kapitalanlageentscheidung dar und beeinflusst durchaus auch die Prüfungsparameter im Due Diligence-Prozess und damit natürlich auch im DCF-Verfahren.

5 Mathematische Grundlagen des DCF-Verfahrens

Die DCF-Berechnung an sich folgt einem einfachen mathematischen Modell. Für den Betrachtungszeitraum werden die Zahlungsströme (Einnahmen und Ausgaben) ermittelt und in der Regel auf Jahresbasis zusammengefasst. Man erhält letztlich Werte (mit positiven Beträgen für Einnahmen und negativen Beträgen für Ausgaben), die jeweils mit einem Datum verbunden sind.

Exemplarisch sei eine Immobilie über einen Betrachtungszeitraum von acht Jahren in einem sehr einfachen Modell dargestellt (*Bild 1*).

Datum	01.01.2008	01.07.2008	01.07.2009	01.07.2010	01.07.2011	01.07.2012	01.07.2013	01.07.2014	01.07.2015	30.12.2015
Kaufpreis	-50.000.000									
Ertrag		3.250.000	3.315.000	3.381.300	3.448.926	3.517.905	3.588.263	3.660.028	3.733.228	
Aufwand		-2.162.500	-165.750	-169.065	-172.446	-316.611	-322.944	-366.003	-373.323	
Verkaufspreis										50.398.584
Summe	-50.000.000	1.087.500	3.149.250	3.212.235	3.276.480	3.201.293	3.265.319	3.294.025	3.359.906	50.398.584

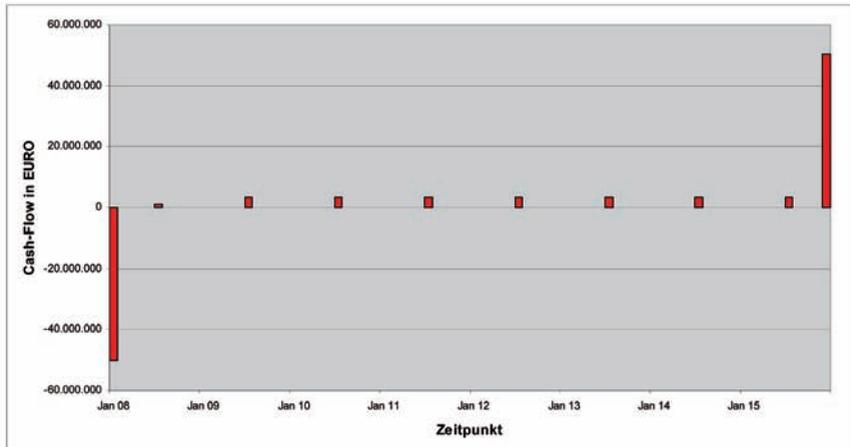


Bild 1: Einfaches DCF-Modell

Das mathematische Modell lässt sich aus der klassischen Aufzinsungsberechnung ableiten. Hier wird für einen Anfangswert (AW) bei bekanntem Zinssatz (i) und bekanntem Verzinsungszeitraum (t) der Endwert (EW) berechnet:

Aufzinsung:

$$AW \cdot (1+i)^t = EW$$

wobei $(1+i)^t$ = Aufzinsungsfaktor

Im Rahmen einer DCF-Berechnung ist nun der Endwert bekannt, darüber hinaus der gewünschte Zinssatz und der Verzinsungszeitraum. Aus der Umkehrung der o. g. Formel kann nun der Anfangswert ermittelt werden. Über die Abzinsung des Endwertes wird somit der Barwert zum Ermittlungsstichtag errechnet:

Abzinsung:

$$AW = EW \cdot (1+i)^{-t}$$

wobei $(1+i)^{-t}$ = Abzinsungsfaktor

Diese Abzinsungsberechnung greift für jeden im DCF-Modell ermittelten Wert, ebenso wie für den zu schätzenden Immobilienwert am Ende des Betrachtungszeitraumes. Zusammengefasst ergibt sich die folgende Formel:

$$DCF = \sum_{t=1}^k RE_t * (1+i)^{-t} + VK * (1+i)^{-k}$$

mit:

DCF = Barwert

RE = jährlicher Reinertrag

VK = Verkaufspreis

t = Zählvariable (Zeit)

k = Betrachtungszeitraum

i = Zinssatz

In gängigen Tabellenkalkulationsprogrammen sind derartige finanzmathematische Berechnungen häufig bereits beinhaltet und der Benutzer muss lediglich noch die entsprechenden Datums- und zugeordneten Wertebereiche eingeben. Nicht die Berechnung ist also das Problem, sondern die Justierung der Parameter.

Nach Erstellung des DCF-Modells kann zunächst für den vom Verkäufer gewünschten Kaufpreis die zugehörige Verzinsung des eingesetzten Kapitals ermittelt werden. Im Beispiel von Bild 1 ergibt sich eine interne Verzinsung von 6,09 %. Es kann aber alternativ auch zu einer vom Investor gewünschten Verzinsung der zugehörige Kaufpreis errechnet werden.

Das DCF-Modell kann durchaus sehr umfangreich und mächtig gestaltet werden. Die Anzahl der benutzten Parameter obliegt dem bearbeitenden Investor. Gängig ist die Berücksichtigung der nachfolgend genannten Einflussgrößen:

- Erwerbsnebenkosten (Gründerwerbsteuer, Notarkosten, Eintragungsgebühren, Maklerhonorar)
- Mietvertragsdaten (Mieteträge, Laufzeiten, Indexierungen)
- Allgemeines Mietausfallwagnis (abhängig von Bonität der Mieter)
- Nachvermietungsrisiko (marktabhängiger Leerstand und Investitionen für Nachvermietung)
- Verwaltungskosten
- Betriebskosten
- Instandhaltungskosten unter Berücksichtigung von Gewährleistungsansprüchen
- Spezielle Kosten (z.B. Pre-Opening-Kosten oder Inventarkosten bei Hotels)
- Fremdkapital (Anteil an Gesamtinvestitionskosten, Zinssatz, Tilgung)
- Steuern und Abschreibung
- Wert am Ende des Betrachtungszeitraumes (Verkaufsvervielfacher auf der Basis der im letzten Jahr kalkulatorisch ermittelten Mieten)

Bei den Verwaltungs-, Betriebs- und Instandhaltungskosten sind nur die nicht auf den Mieter umlegbaren Beträge anzusetzen, weil nur diese für den Cash-Flow erheblich sind. Umlagefähige Kosten stellen reine Durchlaufposten dar. Das DCF-Modell stellt ausschließlich auf die Kapitalströme (Aufwand und Ertrag) ab. Eine Aufspaltung in Grundstücks- und Gebäudewert findet lediglich im Zusammenhang mit einer Nachsteuerbetrachtung statt, da das Abschreibungsvolumen bezüglich des Gebäudeanteils ermittelt werden muss.

6 Sensitivitätsanalyse

Viele Faktoren (wie Indexanpassung der Mietverträge oder Verkaufsvervielfacher am Ende des Betrachtungszeitraumes) werden von den zukünftigen Marktgegebenheiten beeinflusst und sind somit schwierig zu prognostizieren.

Mietindexierungen sind in der Regel von der Entwicklung des Lebenshaltungskostenindex abhängig. Allein der Blick auf die Schwankungen der Inflationsraten seit 1975 (*Bild 2*) zeigt die Prognoseproblematik auf.



Bild 2: Entwicklung der Inflationsrate in Deutschland seit 1975

Gerade aber die Schätzung des Investors, mit welcher jährlichen Rate sich der Lebenshaltungskostenindex entwickelt, hat gewaltige Auswirkungen auf das erzielte Ergebnis. Das Beispiel in Bild 1 führt mit einer jährlichen Indexanpassung von 2 % zur genannten internen Verzinsung (IRR) von 6,09 %. In *Bild 3* sind

die internen Verzinsungen für Schwankungen der jährlichen Indexanpassungen in Schritten von 0,5 % dargestellt. Danach würde sich bei einer Indexsteigerung von 0,5 % p.a. nur noch eine IRR von 4,72 % ergeben, bei einer Indexsteigerung von 3,5 % p.a. hingegen eine IRR von 7,45 %

IRR bei Kaufpreis von 50 Mio. €	Indexsteigerung p.a.	Kaufpreis bei IRR von 6,09%	Kaufpreis-differenz
4,72%	0,5%	45.953.533 €	-4.046.467 €
5,18%	1,0%	47.268.391 €	-2.731.609 €
5,63%	1,5%	48.614.664 €	-1.385.336 €
6,09%	2,0%	50.000.000 €	
6,54%	2,5%	51.423.189 €	1.423.189 €
7,00%	3,0%	52.883.090 €	2.883.090 €
7,45%	3,5%	54.387.285 €	4.387.285 €

Bild 3: Sensitivitätsanalyse für jährliche Indexanpassung

Soll die ursprünglich erzielte IRR von 6,09 % beibehalten werden, könnte bei einer jährlichen Indexanpassung von 0,5 % statt 50 Mio. € nur ein Kaufpreis von ca. 45,95 Mio. € bezahlt werden, also ein Minus von 4,05 Mio. €. Bei einer jährlichen Indexanpassung von 3,5 % hingegen, wäre rein rechnerisch ein Kaufpreis von 54,39 Mio. € zu vertreten, mithin eine Steigerung von 4,39 Mio. €. Wie schwer der Blick in die Zukunft ist, zeigt die Veränderung des Verbraucherpreisindex gegenüber dem entsprechenden Vorjahresergebnis auf Monatsbasis. War hier im Juli 2008 noch eine Steigerung von 3,3 % festzustellen, so lag der Wert im November 2008 nur noch bei 1,4 % (STATISTISCHES BUNDESAMT 2008). Bei dieser Betrachtung wird sehr deutlich, dass das Ergebnis einer DCF-Berechnung zunächst nicht den Verkehrswert nach § 194 BauGB ergibt (KERTSCHER 2008), sondern lediglich den möglichen Kaufpreis für die Erzielung einer vom Investor gewünschten Rendite. Erst nach Einigung in einem Aushandlungsprozess mit dem Verkäufer wird der Wert zum Verkehrswert.

Das DCF-Verfahren erfordert eine Schätzung des Wertes der Immobilie am Ende des Betrachtungszeitraumes. Diese Wertbestimmung erfolgt in der Regel durch Anwendung eines Vervielfachers auf den sich aus dem Modell ergebenden Mietertrag im letzten Betrachtungsjahr. Ab diesem Zeitpunkt wird im Prinzip eine ewige Rente angesetzt. Die Wertermittlung zum Ende des Betrachtungszeitraumes gilt allgemein als Schwachpunkt des DCF-Verfahrens. Grundsätzlich ist festzustellen, dass zur Ermittlung des Endwertes ein vereinfachtes Ertragswertverfahren zur Anwendung kommt. Dies mit allen Problemstellungen, die sich aus einem derartigen Verfahren ergeben. Der vor diesem Stichtag liegen-

de Betrachtungszeitraum des DCF-Verfahrens ermöglicht darüber hinaus aber eine sehr differenzierte Beurteilung des Objektes und erfordert bei der Parameterwahl die umfassende Markt- und Immobilienkompetenz des Anwenders, ohne die auch ein Ertragswertverfahren nach WertV nicht realisierbar ist.

Neben der Entwicklung der Miethöhen stellt auch die Einschätzung des Mietausfallwagnisses große Anforderungen an den Investor. Hier hat man bisher stark auf Bonitätsauskünfte darauf spezialisierter Unternehmen gesetzt. Das Vertrauen in derartige Ratings hat nach dem Zusammenbruch der noch wenige Tage vor der Insolvenz ausgesprochen hoch gerateten Investmentbank Lehman Brothers stark gelitten. Auch hier ist die eigene Einschätzung des Investors wieder vermehrt gefragt. Sensibilitätsanalysen bezüglich des potentiellen Leerstandes aus dem Mietausfallwagnis können hier sehr hilfreich sein. Der Investor kann dadurch ein besseres Gefühl für den »wahren« Wert der betrachteten Immobilie erhalten.

7 Markteinflüsse

In den vergangenen Jahren haben sich die Zyklen auf den Immobilienmärkten verkürzt und die Amplituden erhöht. Insbesondere geprägt von einem Kapitalanlagedruck ausländischer Investoren wurde auch Deutschland in den Jahren 2006 und 2007 geradezu mit Kapital im Immobilienbereich überschwemmt. Davon waren nicht nur die guten und sehr guten Lagen betroffen, sondern insbesondere auch B-Lagen an B-Standorten. Investoren mit Value Added-Philosophie, die gezielt Objekte mit größeren Leerständen erworben haben, um die Objekte nach Renovierung und Vermietung mit entsprechendem Wertsteigerungspotential wieder zu verkaufen, haben nach Immobilien gesucht. Der marktwirtschaftliche Effekt dieser ausgesprochen hohen Nachfrage nach Immobilien führte zu stetig steigenden Werten. Der Fokus lag deshalb häufig auf Immobilienpaketen, um möglichst große Volumina zu bewegen. Dabei wurde, auch wegen der gebotenen Ankaufsgeschwindigkeit, durchaus der Grundsatz der kaufmännischen Vorsicht nicht immer beachtet. Es wurden Due Diligence-Verfahren deshalb häufig nicht mit der notwendigen zeitaufwändigen Akribie durchgeführt, um zu verhindern, dass die Immobilien bei positivem Ergebnis bereits an einen Mitbewerber verkauft waren. Der Aspekt der Nachhaltigkeit in der Kapitalanlage wurde bei dieser Vorgehensweise bisweilen vernachlässigt.

Der große Kapitalanlagedruck führte zu einer Immobilienblase mit ständig steigenden Werten. Verschärft wurde die Situation dadurch, dass viele Banken bereit waren, auch bei derart hohen Kaufpreisen noch Fremdkapitalanteile von teilweise 90 % und mehr zu finanzieren. Dies bei ausgesprochen geringen Risikomargen.

Die gewünschten Renditen konnten in dieser Gemengelage zum Teil nur noch unter der Annahme weiter steigender Kaufpreise dargestellt werden. Bei derartigen Blasen ist systemimmanent, dass der Risikoaspekt in der Betrachtung an Bedeutung verliert, um überhaupt noch Immobilien erwerben zu können. Die Parameter des DCF-Verfahrens wurden in dieser Phase teilweise so justiert, dass die Chancen nicht in einem ausgeglichenen Verhältnis zu den Risiken standen. Viele Marktteilnehmer, insbesondere eigenkapitalgetriebene Investoren, haben sich diesem Prozess entzogen. Sichtbar war dies z. B. bei vielen Immobilienspezialfonds deutscher Kapitalanlagegesellschaften, die trotz hoher Eigenkapitalzusagen von Investoren die Objekte nach dem zugrunde liegenden Ankaufsprofil am Markt nicht erwerben konnten und damit Kapitalabrufe ausblieben.

Nach der Subprime-Krise in den USA und der nachfolgenden globalen Finanzmarktkrise hat sich die Situation in 2008 deutlich geändert. Das Investitionsvolumen im Immobilienbereich ist dramatisch eingebrochen. Viele Finanzinvestoren hatten einerseits hoch fremdfinanziert und andererseits die Zinskonditionen nur kurzfristig festgelegt. Diese Investorengruppe stand nun vor dem Problem, dass die Banken bei Nachfinanzierungen nicht nur eine höhere Risikomarge eingefordert haben, sondern auch wesentlich höhere Eigenkapitalanteile notwendig wurden. Dies hat dazu geführt, dass derartige Investoren zunächst zur Liquiditätsbeschaffung diejenigen Objekte aus ihren Beständen verkauft haben, für die sich Nachfrager am Markt fanden. Das waren vorrangig klassische Core-Objekte, also Immobilien in guten und sehr guten Lagen mit Mietern hoher Bonität und lang laufenden Mietverträgen. Die Nachfragergruppe wurde von den eigenkapitalgetriebenen Investoren gebildet, die die Strategie verfolgten, mit den relativ sicheren laufenden Erträgen derartiger Objekte die anstehende Immobilienkrise mit steigenden Leerständen und fallenden Kaufpreisen zu überstehen. Wegen der einigermaßen ausgeglichenen Angebots- und Nachfragesituation im Core-Bereich sind die Kaufpreise für diese Objekte zunächst nur gering gefallen.

Dramatisch haben sich hingegen die Kaufpreise für Objekte in B-Lagen und an B-Standorten entwickelt. Exemplarisch sei die Entwicklung für Lebensmittelmärkte im Speckgürtel von München genannt. Dort wurden Objekte noch Ende 2007 bei Vervielfachern von 15 bis 16 gehandelt. Im letzten Quartal 2008 hatten sich die Faktoren wieder bei Werten von 12,5 bis 13,5 eingependelt. Im Prinzip wurden also wieder Vervielfacher erzielt, wie sie vor Beginn der Immobilienblase im Jahr 2005 gegolten hatten. Noch wesentlich dramatischer ist jedoch die Situation bei Value Added-Objekten, also mit größeren, häufig strukturellen Leerständen und Instandhaltungsrückstand und/oder Restrukturierungsbedarf. Hier ist der Markt nahezu zum Stillstand gekommen, weil letztlich keine Nachfrager für derartige Objekte mehr vorhanden sind.

8 Conclusio

Die im Abschnitt 7 beschriebenen Marktentwicklungen lassen erahnen, welche starken Schwankungen die Immobilienwerte in den vergangenen drei Jahren erlebt haben. Letztlich waren – wie aufgezeigt – zwei Faktoren dafür entscheidend. Anfangs hat starker Kapitalanlagedruck im Immobilienbereich zu einer massiven Nachfrageausweitung geführt, während auf der Angebotsseite zunächst keine Veränderung zu erkennen war. Diese Situation hat zu Steigerungen der Immobilienpreise geführt. Dadurch wurde dann auch die Angebotsseite positiv beeinflusst. Insbesondere haben klassische Bestandhalter wie Versicherungen, Pensionskassen und berufsständische Versorgungswerke die Situation genutzt und sich von älteren Immobilienbeständen – zu wenige Jahre vorher nicht für möglich gehaltenen Kaufpreisen – getrennt. Der zweite Faktor, der die Wertsteigerungen beflügelt hat, war die dargestellte Bereitschaft der Banken zu hohen Fremdfinanzierungen bei niedrigen Zinsen. Der Markt wurde also zusätzlich mit billigem Geld überschwemmt. Damit konnten die Finanzinvestoren einen hohen positiven Leverageeffekt erzielen.

Bei Wegfall eines der beiden genannten Faktoren war das filigrane System bereits in Gefahr. Es war letztlich nicht die Frage, ob ein Markteinbruch kommt, sondern lediglich, wann sich dies ereignen wird.

In Zeiten starker Kaufpreisschwankungen zeigt sich auch die Problematik auf der Bewertungsseite. Gutachter müssen hier bei Verfahren nach der WertV nicht nur auf die Angaben der Kaufpreissammlungen und Gutachterausschüsse schauen (Rückblick), sondern vielmehr unter dem Aspekt der Stichtagsbezogenheit auch die aktuelle Marktentwicklung beobachten und einpreisen. Die Investoren stehen mit ihren DCF-Berechnungen vor einer ähnlichen Problematik. Der Spagat zwischen Nachhaltigkeit (Ende der Kaufpreisspirale) und Knappheitspreisen muss gefunden werden. Muss Kapital angelegt werden, weil z.B. die nach Investmentgesetz zulässige Liquiditätsquote bei einem offenen Immobilienfonds erreicht ist, kann die Due Diligence im Prinzip nur noch dazu verwendet werden, um die niedrigen Renditen zu belegen. Investoren, die auch in andere Assetklassen investieren und/oder die eigenkapitalgetrieben sind, wollen oder können die hohen Kaufpreise nicht mehr darstellen und ziehen sich vorübergehend vom Markt zurück. Exakt diese Investorengruppe ist nun wieder stark gefragt, da die Banken den Geldhahn zugedreht haben und Fremdfinanzierungen, wenn überhaupt, nur noch zu ausgesprochen hohen Risikomargen vergeben. Dieser Prozess des Deleveraging ist nicht nur in den USA (FIORILLA und HESS 2008) zu beobachten, sondern auch in Europa.

Investoren müssen nun einschätzen, wie lange der Preisverfall dauern wird und vor allen Dingen, wie stark er ausfallen wird. Danach wird sich die Anlagestrategie richten und damit auch der Zeitpunkt neuer Investments. Es wird deutlich, dass das DCF-Verfahren lediglich das Werkzeug für die Investoren bildet, um Entscheidungen zu Renditen und Kaufpreisen zu untermauern. Letztlich gibt es aber eine Reihe externer Faktoren, die die Kaufpreise und damit den Markt beeinflussen. Das DCF-Verfahren ist ein hervorragendes Instrument zur Immobilienbewertung, jedoch müssen die einzelnen Parameter mit Marktkennntnis und Sachverstand gewählt werden. Die Entwicklung der vergangenen drei Jahre hat gezeigt, dass Investoren teilweise die Parameterjustierung dazu verwendet haben, um Spitzenkaufpreise zu rechtfertigen. Diese Vorgehensweise hat der Markt bereits 2008 bestraft und es wird auch im Verlauf des Jahres 2009 noch zu weiteren Verwerfungen kommen. Diese Entwicklung belegt aber nicht die Unbrauchbarkeit des DCF-Modells, sondern lediglich die Fehlbarkeit der Entscheidungsträger. Trotz allem haben die in ihrer methodischen Begründung sicherlich angreifbaren Kaufpreisberechnungen bei erfolgreicher Transaktion zu Verkehrswerten geführt, die wiederum die Basis für Ertragswertbestimmungen nach WertV gebildet haben. Wertermittlungen nach WertV und DCF-Berechnung bilden somit quasi eine Symbiose.

Noch deutlicher wird dies am Beispiel von Versicherungsunternehmen. Die Basis für die Kaufvertragsverhandlungen bilden die Ergebnisse von DCF-Berechnungen inklusive umfangreicher Sensitivitätsanalysen. Letztlich muss der Kaufpreis aber nach den Regularien der BaFin in einem Verkehrswertgutachten nach WertV bestätigt werden. Insbesondere bei stark steigenden oder fallenden Märkten ist hier also Fingerspitzengefühl von Investor und Gutachter notwendig.

Literatur

Bafin (2008): Einzelangaben zu den Kapitalanlagen der Erstversicherungsunternehmen – Bestand in den einzelnen Versicherungssparten 2. Quartal 2008, Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Bonn, http://www.bafin.de/clin_109/nn_722564/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Unternehmen/VersichererUndPensionsfonds/Kapitalanlagen/Statistiken/stat_kapitalanlagen_2q2008.html, 13. 11. 2008.

Deloitte & Touche (2008): Bundesrat verabschiedet Gesetz zur Reform des Erbschaftsteuer- und Bewertungsrechts. praxis-forum Alert!, 5. 12. 2008.

- Falk, B. (2004):* Fachlexikon Immobilienwirtschaft, Hrsg., 3. Auflage, S. 83, Köln, 2004.
- Fiorilla, P. und Hess, R. (2008):* Deleveraging the Commercial Real Estate Market. In: Research of Pramerica Real Estate Investors, Parsippany, New Jersey, USA, December 2008.
- FTD (2008):* Küstenimmobilien im Visier – Spanien verstaatlicht Privatbesitz. Financial Times Deutschland FTD, Online-Newsletter 1. 11. 2008.
- Kertscher, D. (2008):* Deutsche und internationale Verfahren zur Immobilien-Wertermittlung – eine Gegenüberstellung. In: Mitteilungen des DVW-Bayern e. V., Heft 2/2008, S. 205-232, München, 2008.
- Rohmert, W. (2008):* Braucht der Anleger indische Geschlossene Immobilienfonds? In: Der Immobilienbrief Nr. 173, S. 18, 34. KW, 22.08.2008.
- Statistisches Bundesamt (2008):* Verbraucherpreisindizes für Deutschland – Monatsbericht November 2008. In: Fachserie 17, Reihe 7, Statistisches Bundesamt Wiesbaden, 2008.
- Stinglwagner, C. O. (2009):* Anwendung der normierten Bewertungsverfahren aus dem Blickwinkel der Kapitalanlage. In: Mitteilungen des DVW-Bayern e. V., Heft 1/2009, S. 15-23, München, 2009.
- Stützer, H. (2004):* Aspekte des Portfoliomanagements im Immobilienbereich. In: Nachhaltige Entwicklung von Stadt und Land, Hrsg. Lehrstuhl für Bodenordnung und Landentwicklung der Technischen Universität München, Materialiensammlung Heft 30, Bayerische Akademie Ländlicher Raum e.V., Sonderveröffentlichung Nr. 9, S. 363-368, München, 2004.