



Marktgerecht?

Das Ertragswertverfahren
in der ImmoWertV



Von der WertV 88 zur ImmoWertV (3)

WALTER SCHWENK | BERLIN

In einem dritten Anlauf der Beschäftigung mit der (2010 zu erwartenden) ImmoWertV soll die Auffächerung des Ertragswertverfahrens vorgestellt werden.

Auch diese Neuerung unterstreicht die Absicht des Verordnungsgebers (neben der Aufnahme nicht normierter Wertermittlungsverfahren, der Berücksichtigung zukünftiger, absehbarer Entwicklungen und der Ausgestaltung der Ermittlung von Bodenrichtwerten), die Wertermittlung an der Entwicklung der Immobilienmärkte in den letzten 20 Jahren zu spiegeln und weiterzuentwickeln.

In der Tat haben sich stadtentwicklungs- und allgemeinpolitische Rahmenbedingungen tiefgreifend verändert, so dass nur begrüßt werden kann, wenn die »Grundsätze bei der Ermittlung der Verkehrswerte und bei der Ableitung der für die Wertermittlung erforderlichen Daten einschließlich der Bodenrichtwerte« (§ 199 Abs. 1 BauGB) in aktualisierter Form der Praxis zur Verfügung gestellt werden.

DAS ERTRAGSWERTVERFAHREN – EINE ZEITGEMÄSSE FORM DER WERTERMITTLUNG VON IMMOBILIEN

Unter den drei normierten Wertermittlungsverfahren der WertV 88 ist das Ertragswertverfahren das »modernste«. Während das Vergleichswertverfahren sich auf die am Markt bis zum Wertermittlungsstichtag erzielten Kaufpreise stützt und im Sachwertverfahren die Wertableitung aus einem zeitlich zurückliegenden Herstellungswert der baulichen Anlagen vorgenommen wird, umfasst die Wertermittlung einer Immobilie nach dem Ertragswertverfahren ihren gegenwärtigen »Marktstatus« und die zukünftige Marktfähigkeit des Objekts.

Das Ertragswertverfahren verdeutlicht damit in besonderer Weise, dass der Verkehrswert (Marktwert) nach § 194 BauGB auf die Zukunft gerichtet ist. Dies gilt für bebaute wie für unbebaute Grundstücke.



Beispiel | Ein Gewerbegrundstück wird von einem Zulieferbetrieb für die Autoindustrie genutzt. Die zurückliegenden Bilanzen sind glänzend. Seit 2008 ist der Umsatz jedoch eingebrochen. Über die wirtschaftliche Zukunft lässt sich nur Unklares sagen. Die Planungen des Inhabers und Eigentümers gehen von einem Rückgang der Renditefähigkeit um 20 % aus. Bei der Besichtigung wird erkennbar, dass notwendige Instandhaltungsmaßnahmen nicht durchgeführt bzw. aus Geldmangel verschoben wurden.

Die Wertermittlung wird in diesem Fall zwar das Gewerbegrundstück in seiner verkehrlichen Anbindung, in seiner Infrastruktur und Betriebsanlage würdigen, aber es sind auch Fragen nach der künftigen Marktpräsenz zu stellen. Gegebenenfalls werden für das Grundstück alternative Nutzungen erwogen werden müssen.

Der Verkehrswert ergibt sich dann aus den Erträgen zum Wertermittlungsstichtag, die über die auf dem Grundstücksmarkt vorherrschende »Wertschätzung« des Grundstücks Auskunft geben, unter besonderer Berücksichtigung der Zukunftsbedingungen für das Gewerbegrundstück.

Kern jedes Ertragswertverfahrens ist es, den auf den Wertermittlungsstichtag bezogenen Barwert aller künftigen Erträge zu ermitteln.

Die Nähe zum Zeitgeist zeigt sich bei dem Ertragswertverfahren u. a. darin, dass neben den allgemeinen Renditeobjekten wie Mietwohngrundstücken, gewerblich genutzten Grundstücken oder Einzelhandelsimmobilien seit einiger Zeit auch Fabriken, Ein- und Zweifamilienhäuser und zunehmend auch Gebäudefabrikgrundstücke, die früher nach ihrem Sachwert beurteilt wurden, aus dem Blickwinkel einer nachhaltigen Ertragsfähigkeit bewertet werden.

NOTWENDIGE UNTERSCHIEDUNG

Wer sich mit der Ertragsfähigkeit von Immobilien auseinandersetzt, hat gelernt, zwischen zwei Verfahrensweisen zu unterscheiden:

Das dynamische Ertragswertverfahren (»direct capitalization«), bei dem der am Wertermittlungsstichtag gegebene Jahresreinertrag als für die Zukunft konstant unterstellt wird und mit einem dynamischen Liegenschaftszinssatz (»all risk yield« bzw. »overall capitalization rate«) diskontiert wird, der in sich die vom Grundstücksmarkt erwartete künftige Entwicklung berücksichtigt.

Die Güte dieses Verfahrens entscheidet sich in dem Ansatz des Zinssatzes, mit dem der konstant gehaltene Jahresreinertrag in der Weise kapitalisiert wird, dass in ihm die Gesamtheit der zum Wertermittlungsstichtag annehmbaren künftigen Entwicklungen Berücksichtigung findet.

Für die Verkehrswertermittlung des o. g. Gewerbegrundstücks wäre bei Anwendung des Ertragswertverfahrens ein Liegenschaftszinssatz anzusetzen, der aus Kaufpreisen oder sekundären Marktdaten abgeleitet wurde und Ertragsmöglichkeiten wie Marktunsicherheiten zum Wertermittlungsstichtag widerspiegelt.

Die ImmoWertV fordert – im Unterschied zur WertV – für die einzelnen Teilmärkte jeweils aus dem Grundstücksmarkt abzuleitende Liegenschaftszinssätze:

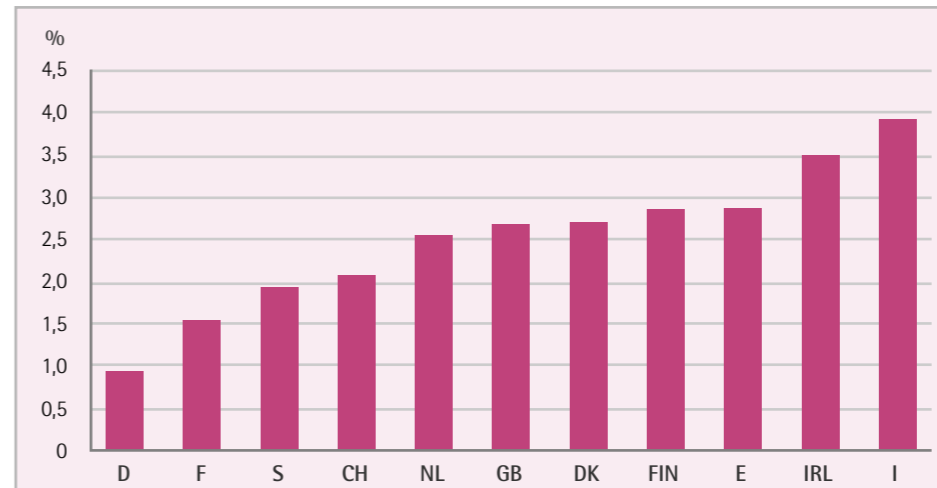
§ 14 Abs. 3 ImmoWertV
Die Liegenschaftszinssätze (Kapitalisierungszinssätze, § 193 Abs. 5 Satz 2 Nr. 1 des BauGB) sind die Zinssätze, mit denen Verkehrswerte von Grundstücken je nach Grundstücksart im Durchschnitt marktüblich verzinst werden. Sie sind auf der Grundlage geeigneter Kaufpreise und der ihnen entsprechenden Reinerträge für gleichartig bebaute und genutzte Grundstücke unter Berücksichtigung der Restnutzungsdauer der Gebäude nach den Grundsätzen des Ertragswertverfahrens (§§ 17 bis 20) abzuleiten.

Bei dem Prognoseverfahren werden die künftigen Erträge auf der Grundlage einer Ertragsanalyse prognostiziert und mit Hilfe eines geeigneten Zinssatzes auf den Wertermittlungsstichtag diskontiert. Dieses Verfahren ist in erster Linie ein Investorenverfahren, das direkt zum »investment value« und nicht zum Verkehrswert führt. Dieses Verfahren wird in der Immobilienwirtschaft als »Discounted-Cashflow-Verfahren« bezeichnet. (1)

In dem Beispiel kann für die Abschätzung der zukünftigen Wirtschaftlichkeit der Gewerbenutzung das Prognoseverfahren von Nutzen sein, wenn neben der Fortsetzung der Nutzung auch alternative Nutzungen erwogen werden und bei einer allmählichen Umstellung mit Phasen unterschiedlicher Erträge gerechnet wird.

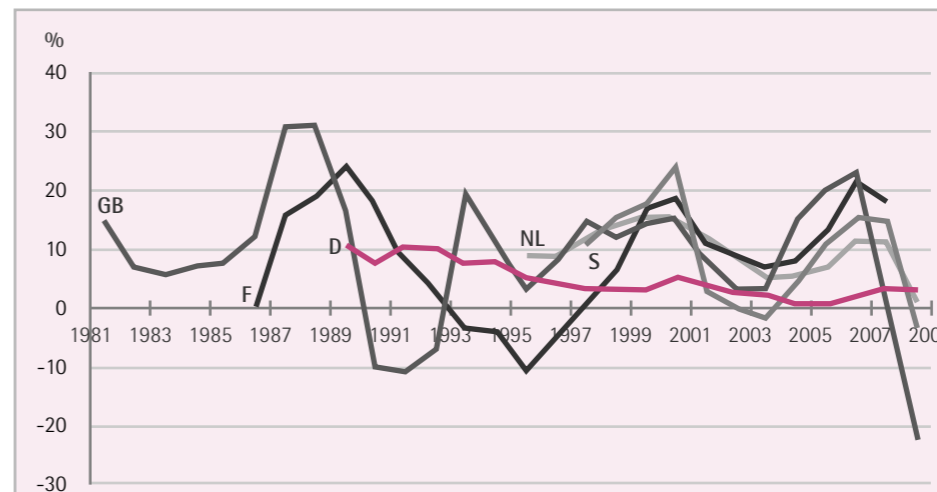
Naturngemäß hängen dem Verfahren alle Unsicherheiten an, die mit Prognoseaussagen für die Zukunft verbunden sind. Dazu gehören die Prognosen über die Entwicklung der Jahresreinerträge, des Diskontierungszinssatzes, der immobilienwirtschaftlichen Rahmenbedingungen und der Besonderheiten des regionalen und sektoralen Grundstücksmarktes. Diese Nachteile wandeln sich zu Vorzügen, wenn man mit dem Prognoseverfahren verschiedene Szenarien einer Immobilienentwicklung »durchspielen« will, um damit die Entwicklungsmöglichkeiten einer Immobilie ausloten zu können.

Unglücklicherweise wurde und wird das DCF-Verfahren immer wieder gegen das Ertragswertverfahren ausgespielt. Besonders Immobilienfachleute, die mit Kenntnissen über die Gepflogenheiten der internationalen Immobilienmärkte aufwarten, kritisieren die unbeweglichen deutschen Wertermittlungsverfahren und heben hierbei den »starr« Liegenschaftszinssatz im Ertragswertverfahren hervor.



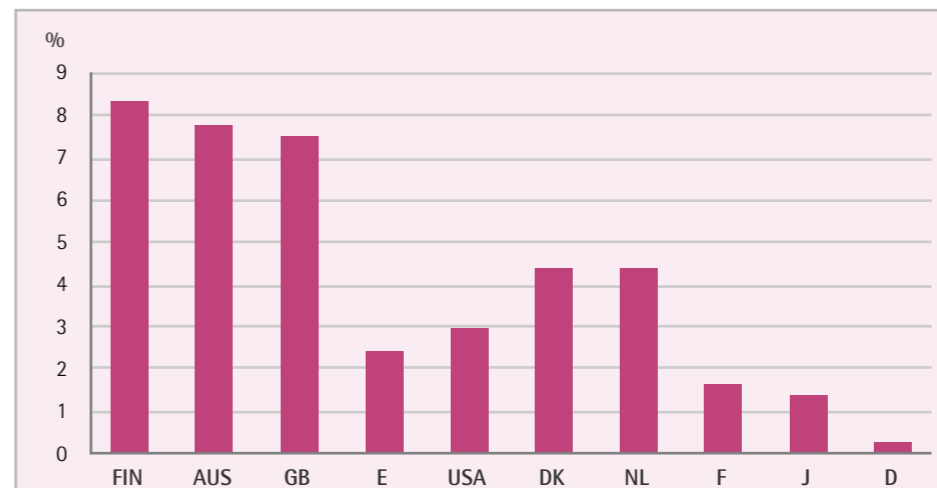
Deutscher Wohnimmobilienmarkt ist langfristig stabil

Standardabweichung der Hauspreisveränderungen in Prozentpunkten
Quelle: OECD, IW Köln



Der deutsche Büroimmobilienzyklus ist flach

Total Return von Büroimmobilienanlagen 1981 bis 2008 in % im Ländervergleich
Quelle: IPD

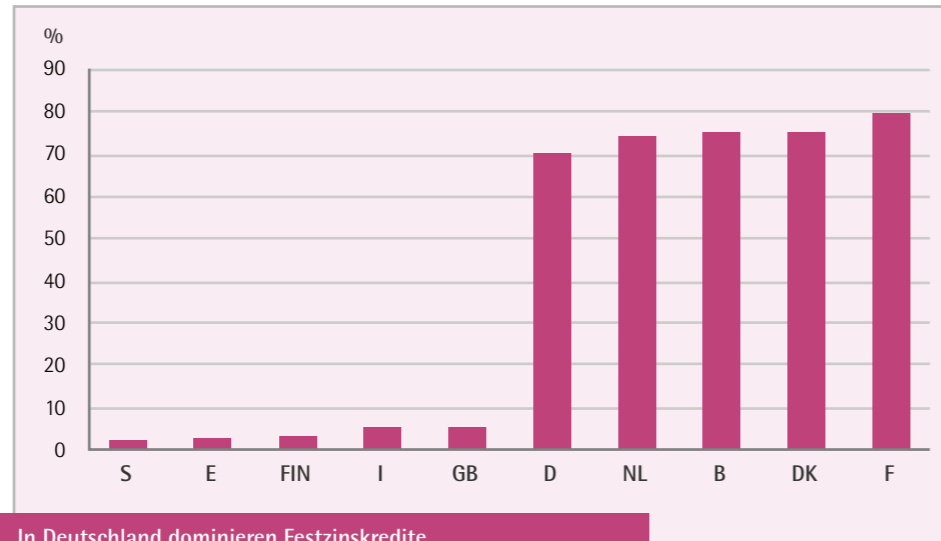


Deutsche Wohnimmobilien sind wenig zinsreagibel

Infolge einer überraschenden Zinssenkung steigen die Wohnimmobilienpreise nach zwei Jahren um insgesamt ... Prozentpunkte
Quelle: Jäger und Voigtländer, 2006

[1] Entwurf der Immobilienwertermittlungsverordnung – ImmoWertV, Stand 30. September 2009

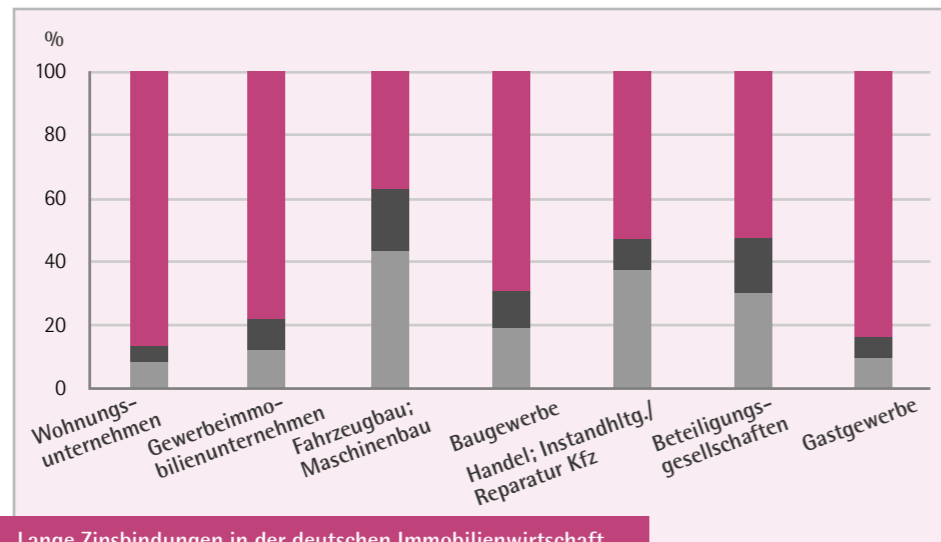
Anteil der Hypothekendarlehen mit einer Zinsbindung von 5 Jahren und mehr in %



Quelle: BIS

In Deutschland dominieren Festzinskredite

mehr als 5 Jahre
1 bis 5 Jahre
weniger als 1 Jahr



Quelle: Deutsche Bundesbank

Lange Zinsbindungen in der deutschen Immobilienwirtschaft

- Polyzentrische Wirtschaftsstruktur erlaubt einen Standortwettbewerb.
- Kommunen konkurrieren mit dem Instrument der Baulandausweisung um Haushalte und Unternehmen.
- Hohe Wohnimmobilienpreise sind kein politisches Ziel.
- Medien berichten nur wenig über Immobilienpreisentwicklungen.
- Die Immobilienmärkte sind sehr kleinteilig.
- Drei Viertel der Wohnungen befinden sich in der Hand von privaten Haushalten.
- Im Gegensatz zu institutionellen Anlegern gibt es bei privaten Anlegern kein Herdenverhalten.

Weitere Gründe für die große Stabilität des Marktes



Dr. Michael Voigtländer,
Die Immobilienmärkte aus
gesamtwirtschaftlicher Sicht,
10. September 2009

Ungeachtet dessen, dass sich kaum jemand aus dem Kreis der Kritiker ernsthaft auf eine Fachdiskussion über die unterschiedliche Ausrichtung und Ausprägung der beiden Wertermittlungsverfahren einlässt, und eingedenk der wirtschaftlich motivierten Expansionsbestrebungen mancher DCF-Verfechter bewirkt diese Auseinandersetzung doch ein Nachdenken in der deutschen Wertermittlung.

Hat man in der Vergangenheit möglicherweise zu stark »retrospektiv« bewertet? Waren aus der WertV die möglichen Verfahrensvarianten der ertragsbezogenen Wertermittlung nicht herauszulesen? Würde eine definitorische Klarstellung helfen, die unterschiedlichen Anwendungsfelder des DCF- und Ertragswertverfahrens besser zu unterscheiden?

Das Sachverständigengremium zur Vorbereitung der ImmoWertV war sich einig, dass das in der WertV normierte Ertragswertverfahren sowohl dem gesetzlichen Auftrag des § 194 BauGB als auch den Marktgegebenheiten in Deutschland entspricht. Es galt also bestenfalls, das Ertragswertverfahren den Anwendern (aber auch den Kritikern) zu verdeutlichen.

BESONDERHEITEN DER DEUTSCHEN IMMOBILIENMÄRKTE

Das Gremium kann sich nachträglich durch eine Studie des Instituts der deutschen Wirtschaft Köln (2) bestätigt sehen. Darin wird u. a. der Unterschied zwischen dem Verhalten des internationalen gegenüber dem deutschen Grundstücksmarkt als deutlich und signifikant herausgestellt. Einige Aspekte seien hier erwähnt:

Deutsche Wohnimmobilien sind wenig zinsreagibel. Wie in den letzten Jahren zu beobachten, steigen die Wohnimmobilienpreise infolge einer überraschenden Kapitalzinssenkung nur geringfügig.

Das wird u. a. damit begründet, dass in Deutschland gegenüber Märkten in Großbritannien oder USA Festzinskredite dominieren.

In der deutschen Immobilienwirtschaft überwiegen Zinsbindungen von mehr als fünf Jahren. Das gilt für Haushalte wie für Unternehmen. Vorwiegend in den angelsächsischen Ländern dominieren dagegen zinsvariable Darlehen. Die Märkte reagieren dort auf jede wirtschaftliche Veränderung mit Zinsveränderungen. Hinzu kommt, dass in Deutschland für die Finanzierung der Beleihungswert als Maßgröße dient, nicht der Kaufpreis.

Herausgestellt wird auch, dass der starke Mietwohnungsmarkt sowie die föderale Wirtschaftsstruktur einen stabilisierenden Einfluss auf den Immobilienmarkt haben. Im Ergebnis ist die Volatilität der Immobilienpreise nur halb so groß wie beispielsweise in Großbritannien und Spanien.

Zusammenfassend wird deutlich, dass der deutsche Immobilienmarkt einige Besonderheiten aufweist und damit Wertermittlungsverfahren rechtfertigt, mit denen das spezifische Marktgeschehen in Deutschland abgebildet wird. Der Liegenschaftszinssatz ist nicht »starr«, sondern repräsentiert die Kontinuität des Immobilienmarktes – sofern er aus dem Marktgeschehen abgeleitet wird. Willkürliche Zinsansätze, die anderen Intentionen als denen des Marktes folgen, sind für die Ermittlung des Verkehrswerts nicht geeignet.

ERTRAGSWERTVERFAHREN FÜR DIE ERMITTLUNG VON VERKEHRSWERTEN

Das Sachverständigengremium wie auch der Verordnunggeber folgen diesem Grundsatz. Die nunmehr in der ImmoWertV verankerten drei Ertragswertverfahren dienen der Ermittlung des Ertragswerts.

§ 17 ImmoWertV

(1) Im Ertragswertverfahren wird der Ertragswert auf der Grundlage marktüblich erzielbarer Erträge ermittelt. Soweit die Ertragsverhältnisse absehbar wesentlichen Veränderungen unterliegen oder wesentlich von den marktüblich erzielbaren Erträgen abweichen, kann der Ertragswert auch auf der Grundlage periodisch unterschiedlicher Erträge ermittelt werden.

(2) Im Ertragswertverfahren auf der Grundlage marktüblich erzielbarer Erträge wird der Ertragswert ermittelt

- 1 | aus dem nach § 16 ermittelten Bodenwert und dem um den Betrag der angemessenen Verzinsung des Bodenwerts verminderten und sodann kapitalisierten Reinertrag (§ 18 Abs. 1); der Ermittlung des Bodenwertverzinsungsbetrags ist der für die Kapitalisierung nach § 20 maßgebliche Liegenschaftszinssatz zugrunde zu legen; bei der Ermittlung des Bodenwertverzinsungsbetrags sind selbstständig nutzbare Teilflächen nicht zu berücksichtigen (allgemeines Ertragswertverfahren), oder
- 2 | aus dem nach § 20 kapitalisierten Reinertrag (§ 18 Abs. 1) und dem nach § 16 ermittelten Bodenwert, der mit Ausnahme des Werts von selbstständig nutzbaren Teilflächen auf den Wertermittlungstichtag nach § 20 abzuzinsen ist (vereinfachtes Ertragswertverfahren).

Eine selbstständig nutzbare Teilfläche ist der Teil eines Grundstücks, der für die angemessene Nutzung der baulichen Anlagen nicht benötigt wird und selbstständig genutzt oder verwertet werden kann.

(3) Im Ertragswertverfahren auf der Grundlage periodisch unterschiedlicher Erträge wird der Ertragswert aus den durch gesicherte Daten abgeleiteten periodisch erzielbaren Reiner-

trägen (§ 18 Abs. 1) innerhalb eines Betrachtungszeitraums und dem Restwert des Grundstücks am Ende des Betrachtungszeitraums ermittelt. Die periodischen Reinerträge sowie der Restwert des Grundstücks sind jeweils auf den Wertermittlungsstichtag nach § 20 abzuzinsen. [2]

Neu gegenüber der WertV 88 ist das so genannte »vereinfachte Ertragswertverfahren«, eigentlich nur eine Umstellung des »allgemeinen Ertragswertverfahrens« mit dem Charme des Verzichts auf die Bodenwertverzinsung des bebauten Grundstücks. Auch das Ertragswertverfahren auf der Grundlage periodisch unterschiedlicher Erträge unter Berücksichtigung eines Restwerts führt zum Verkehrswert – wenn Liegenschaftszinssätze verwendet werden, die aus dem Marktgeschehen abgeleitet wurden.

An dieser Stelle sei eingeräumt, dass Liegenschaftszinssätze unter der Maßgabe periodisch unterschiedlicher Erträge noch nicht aus Kaufpreisen abgeleitet wurden. Es ist nicht auszuschließen, dass sich durch die periodische Betrachtung das Risiko der Erzielung des Ertragswerts ändert. In diesem Fall wären Zu- und Abschläge auf den Liegenschaftszinssatz anzubringen. (3)

In der Praxis darf »in erster Näherung« aber durchaus davon ausgegangen werden, dass in den Kauffällen, die für die Ableitung der Liegenschaftszinssätze herangezogen wurden, auch Vertragsgestaltungen mit veränderlichen Erträgen anzuhalten sind.

- $EW = (RE - p \times BW) \times V + BW$
- $EW = RE \times V + BW/q^n \quad EW \approx RE \times V$
- $EW = RE_1/q^1 + RE_2/q^2 + RE_3/q^3 + \dots + RE_i/q^i + \text{Restwert}/q^n$

wobei $EW = \text{Ertragswert}$

$RE = \text{Reinertrag}$

$BW = \text{Bodenwert}$

$V = \text{Vervielfältiger}$

$q = \text{Zinsfaktor } (1 + p)$

$p = \text{Liegenschaftszinssatz}$

$n = \text{Restnutzungsdauer der baulichen Anlagen}$

Forderung: Alle drei Verfahren führen zum Verkehrswert

Die in den verschiedenen Ausprägungen der DCF-Verfahren verwendeten Zinssätze bauen dagegen auf einem risikolosen banküblichen Basiszinssatz auf und enthalten Zu- und Abschläge, die gegebenenfalls aus dem Verhalten des Grundstücksmarktes abgeleitet werden, immer aber an dem jeweiligen Verwendungszweck ausgerichtet sind. Damit führt ein DCF-Verfahren nicht zwangsläufig zum Verkehrswert.

Eigentlich ist damit alles gesagt: Das periodische Ertragswertverfahren entspricht zwar der Konstruktion nach dem DCF-Verfahren, unterscheidet sich jedoch von diesem, weil es per definitionem zum Verkehrswert führt und sich daher auf die aus dem Grundstücksmärkten abgeleiteten Liegenschaftszinssätze stützt.

Für Verwirrung hat eigentlich nur die schon vor dem Erlass der ImmoWertV verbreitete Begründung zur Vorschrift beigetragen, wo in verfehlterweise von dem neu in die ImmoWertV eingeführten DCF-Verfahren die Rede ist. Versöhnlich hier ein (schon vor dem Inkrafttreten der Verordnung) publizierter »Tipp für die tägliche Praxis«:

»Wenn das DCF-Verfahren als Methode des Ertragswertverfahrens mit unterschiedlichen Ertragsperioden verstanden wird, dann ist es in der ImmoWertV erwähnt. Sollte das DCF-Verfahren als Prognoseverfahren genutzt werden, dann findet es in der ImmoWertV keine Grundlage.« (3)

Hilfreich ist vielleicht die folgende tabellarische Gegenüberstellung der Besonderheiten von Ertragswert- und DCF-Verfahren (4):



LITERATURHINWEISE

(1) Simon Kleiber, *Verkehrswertermittlung von Grundstücken*, 5. Aufl., S. 1375 ff.

(2) Markus Demary, Paul Gans, Rüdiger Meng, Ansgar Schmitz-Veltin, Michael Voigtländer und Peter Westerheide, *Die Immobilienmärkte aus gesamtwirtschaftlicher Perspektive*, Zeitschrift für Immobilienökonomie, Sonderausgabe 2009

(3) Bischoff, *Das neue Wertermittlungsrecht in Deutschland*, OLZOG-Verlag, 2009

(4) Schmökel, *Kapitalzinssatz, Kapitalisierungszinssatz, Liegenschaftszinssatz*, Vortrag ISB Berlin, 2009

**DCF-VERFAHREN
VERHÄLTNIS ZUM PERIODISCHEN
ERTRAGSWERTVERFAHREN**

DCF-Verfahren	Ertragswertermittlung nach ImmoWertV mit periodisch unterschiedlichen Erträgen
Barwert der Zahlungsströme in Zeitscheiben (zzgl. diskontierten »Restwerts« der Immobilie)	
	Voraussetzung: absehbare wesentliche Veränderungen der Erträge
Erwerberspezifische Berechnung zur Ermittlung einer Preisvorstellung => subjektiver Investitionswert	Marktorientierte Bewertung zur Ermittlung eines marktüblichen Wertes => Marktwert (Verkehrswert)
Prognostizierte Jahresüberschüsse auf Grundlage individueller Ertragsersparungen	Reinertrag aus marktüblichen Ertragserwartungen aus gesicherten Daten (Mietverträge)
Individuelle Investitionsplanung	Marktüblicher Investitionsaufwand
Diskontierungszinssatz aus dem Kapitalmarkt (z. B. Umlaufrendite) + div. Markt-/Objektrisikozuschläge	Marktübliche Verzinsung (Liegenschaftszinssatz) aus Kaufpreisen und marktüblicher Bewertung der Immobilie (ggf. Anpassungen)
=> Prognosewert (abzugrenzen vom Verkehrswert)	=> führt zum Verkehrswert als »Marktwert für jedermann«

© P. Schmökel

Man wird sehen, ob die verbreitete Darstellung des Ertragswertverfahrens in der ImmoWertV und insbesondere die Aufnahme des periodischen Ertragswertverfahrens ein Schritt in die Richtung zu einem besseren Verständnis der Wertermittlung von renditeorientierten Immobilien unter Berücksichtigung der Gegebenheiten des deutschen Grundstücksmarktes sein wird. Zumindest das Bemühen darum ist in der ImmoWertV deutlich erkennbar.

Dr.-Ing. Walter Schwenk
Maxstraße 3a | 13347 Berlin
E-Mail W.Schwenk@rsp-bewertung.de



[2] Entwurf der Immobilienwertermittlungsverordnung – ImmoWertV, Stand 30. September 2009