

Handbuch Immobilien-Transaktionen

Krüger / Pofahl / Kring

2022

ISBN 978-3-406-71931-8

C.H.BECK

Ruf bei Investoren. Die sehr hohe Sicherheit durch die extrem vorsichtige Herangehensweise bei der Ermittlung des Beleihungswertes in Verbindung mit einer maximalen Indeckungnahme von 60 Prozent führt zu einer **nahezu ausfallrisikofreien Investition** und damit zu entsprechend **niedrigen Finanzierungszinsen**.

4. Sonstige Wertbegriffe

Zusätzlich zu den oben definierten Wertbegriffen gibt es noch eine Reihe von weiteren 219 Wertbegriffen sowie Wertermittlungen unter besonderen Annahmen. Diese sind idR nicht formell definiert und werden situationsbezogen verwendet. Ein häufig vorkommendes Beispiel ist der **Market Value on the Special Assumption that the Property is vacant**, also die Annahme eines komplett leerstehenden Gebäudes zum Bewertungsstichtag. Dieser Wert spielt bspw. für angelsächsische Banken eine wichtige Rolle und wird an entsprechender Stelle detaillierter erläutert.

Wichtig im Zusammenhang mit sonstigen Wertbegriffen ist, dass diese **explizit nicht 220 mit dem Marktwert der Liegenschaft gleichgesetzt werden dürfen**. Sie müssen im Rahmen der Beauftragung zwischen Auftraggeber und Gutachter schriftlich festgelegt werden und die Herangehensweise bei der Ermittlung ist im Gutachten entsprechend **im Detail zu erläutern**. Dies verhindert, dass Leser des Bewertungsberichtes diese „sonstigen Werte“ fälschlicherweise mit dem Marktwert der Liegenschaft gleichsetzen.

V. Bewertungszwecke im Rahmen der Immobilientransaktion und regulatorischer Rahmen

1. Relevanz der Adressatenkreise für Immobilienbewertungen

Wie bereits weiter oben erwähnt, gibt es im Zusammenhang mit Immobilientransaktionen 221 viele Ansatzpunkte für Immobilienbewertung. Die wichtigste ist die Rolle des Immobilienbewerter als **externe und objektive Instanz**, welche die an der Transaktion beteiligten Parteien mit einer **neutralen Einschätzung für die Preisfindung** unterstützt. Auch **regulatorische Anforderungen** sind ein wichtiger Grund für den Bewertungsbedarf.

Zur Einschätzung der **Relevanz von Marktteilnehmern** als mögliche Adressatengruppen 222 für Immobilienbewertungen bietet sich eine Analyse der Käufer- und Verkäufergruppen am deutschen Immobilieninvestmentmarkt an. Im Jahr 2019 verteilte sich das gesamte gewerbliche Transaktionsvolumen in Deutschland wie folgt²⁶: Mit 32 Prozent waren **Asset- und Fondsmanager** die stärkste **Käufergruppe**, gefolgt von **Spezialfonds und offenen Publikumsfonds** (zusammen 18 Prozent) sowie „andere“ Investoren (16 Prozent), unter denen Immobilienunternehmen, Pensionskassen, Banken, kommunale, gemeinnützige Wohnungsgesellschaften, Öffentliche Verwaltung, Geschlossene Fonds, Gemeinnützige Organisationen und Genossenschaften zusammengefasst werden. Auf den Plätzen folgen mit 12 Prozent **Immobilienunternehmen/Immobilien-AGs und REITs**, danach Private-Equity-/Hedgefonds (7 Prozent), Entwickler (5 Prozent), private Investoren (5 Prozent), Versicherungen (3 Prozent) und Corporates²⁷ (1 Prozent). Auf der **Verkäuferseite** waren im Jahr 2019 ebenfalls **Asset- und Fondsmanager** dominierend (29 Prozent), gefolgt von **Entwicklern** and „anderen“ Investoren mit jeweils 18 Prozent.

Die Auswahl der weiter unten beschriebenen Adressatenkreise orientiert sich an dieser 223 Relevanz der Marktteilnehmer im Bereich von gewerblichen Immobilientransaktionen. Da neben den direkten Transaktionspartnern idR auch Banken an der Immobilientransaktion beteiligt sind, wurde dieser dritten möglichen Partei ebenfalls ein Kapitel gewidmet.

²⁶ Quelle: JLL Research, Investmentmarktbericht 2019, Stand: Januar 2020.

²⁷ Definition JLL: Unternehmen, bei denen Immobilienbesitz oder -handel nicht zum Kerngeschäft der Unternehmung zählen.

2. Bewertung für den Verkäufer

- 224 Die Bewertung einer Liegenschaft **im Auftrag des Verkäufers** im expliziten Zusammenhang mit der angebotenen Transaktion ist nach der Erfahrung des Autors eher **selten**, da institutionellen Eigentümern häufig relativ **aktuelle Gutachten oder Zahlenwerke** über die eigenen Bestände **vorliegen**. So müssen bspw. **Immobilienunternehmen**, die nach **IFRS** bilanzieren, ihre Immobilienbestände **regelmäßig bewerten** bzw. extern bewerten lassen. Ähnlich verhält es sich mit **regulierten Fondsprodukten**, die unter die Vorschriften des **KAGB** fallen. **Außerplanmäßige Aktualisierungsbewertungen**, zB vor Beginn des Veräußerungsprozesses, werden von diesen Marktteilnehmern einzig dann in Auftrag gegeben, wenn die letzte externe Bewertung bereits einige Zeit her ist und sich seit dieser Bewertung **wertrelevante Veränderungen** ergeben haben. Diese können entweder marktbedingt oder in der Immobilie selbst begründet sein. Immobilienbedingte Veränderungen wären bspw. eine Verbesserung des Objektzustands durch Renovierung, oft in Verbindung mit Leerstandsabbau, Steigerung der Mieteinnahmen durch Indexierungen oder Veränderungen des Mieterbesatzes.
- 225 Verkäuferseitig beauftragte Bewertungen sind daher häufig bei **nicht institutionellen Immobilieneigentümern** anzutreffen, bspw. **Family Offices**, die ihre eigene Meinung zur Werthaltigkeit der Liegenschaft vor der Transaktion durch eine externe und unabhängige Expertise absichern. Auch Unternehmen, deren Immobilienbestand nicht zum Kerngeschäft gehört, sog. **Corporates**, bedienen sich gelegentlich externer Gutachter, bevor sie bspw. für nicht betriebsnotwendige Liegenschaften den Veräußerungsprozess anstoßen. Da diese Bewertungen allerdings nicht regulatorisch gefordert sind, begnügen sich Eigentümer häufig mit informellen Kaufpreiseinschätzungen durch Transaktionsberater.
- 226 Mitunter werden auch **verkäuferseitig Bewertungen** in Auftrag gegeben, um diese interessierten Bietern im **Datenraum** zur Verfügung zu stellen. Diese werden von möglichen Bietern zwar zur Kenntnis genommen, spätestens im Rahmen der vertieften Due Diligence allerdings **selten ungeprüft übernommen**. Vielmehr beauftragen Bieter ihre „eigenen“ Gutachter mit der Erstellung von Ankaufsbewertungen.

3. Ankaufsbewertung

- 227 Deutlich häufiger als vom Verkäufer werden Immobilienbewerter mit Ankaufsbewertungen beauftragt.
- a) **Ankaufsbewertungen für regulierte institutionelle Investoren**
- 228 Alle **in Deutschland registrierten Alternative Investment Fund Manager (AIFM)**, die unter die Regelungen des KAGB fallen, sind **gesetzlich verpflichtet**, Immobilienerwerbe über **externe Bewertungen** abzusichern. Dies gilt somit für alle in Deutschland zugelassenen Publikums-AIF sowie Spezial-AIF, die von AIFM in den **Kapitalverwaltungsgesellschaften gemanagt werden**, was in Summe einem signifikanten Anteil aller Immobilientransaktionen in Deutschland entspricht.
- 229 Gemäß § 231 Abs. 2 Nr. 1 KAGB darf ein Vermögensgegenstand nur erworben werden, wenn dieser zuvor von einem **externen Bewerter bewertet** wurde (bei einem Wert bis einschließlich 50 Millionen EUR). Für Liegenschaften mit einem Volumen von über 50 Millionen EUR sind sogar zwei voneinander unabhängige externe Bewerter vorgeschrieben.
- 230 Für Spezial-AIF gelten die Vorschriften von § 261 KAGB, die mit § 231 nahezu identisch sind. Allerdings können **einige Regelungen** auch in den **Anlagebedingungen abbedungen** werden, wenn hinter dem Vehikel professionelle oder semiprofessionelle Anleger stehen. Hierunter fallen bspw. Fonds, die mit den Geldern von Versicherungen oder Versorgungswerken gespeist werden. Bei diesen bleibt zwar die Verpflichtung, eine

externe Bewertung vorzunehmen, man kann sich aber **auf einen externen Gutachter beschränken**.

Die **Anforderungen** an diesen externen Bewerter sind im Gesetz (§ 216 KAGB) **klar formuliert** und wurden nach Inkrafttreten des Gesetzes durch diverse Rundschreiben bzw. Auslegungsschreiben der BaFin konkretisiert. So muss der externe Bewerter, der eine **natürliche oder juristische Person** oder eine Personenhandelsgesellschaft sein kann, unter anderem **unabhängig** von den jeweiligen AIFM sein. Er muss über eine gesetzlich anerkannte **obligatorische berufsmäßige Registrierung** verfügen, bspw. über die Zertifizierung der RICS, HypZert oder die öffentliche Bestellung. Weiterhin sind ausreichende **berufliche Garantien** vorzuweisen, um die Bewertungsfunktion wirksam ausüben zu können, was neben der **Unabhängigkeit** vom AIF und AIFM **ausreichende Personal- und technische Ressourcen**, Verständnis in Bezug auf die Anlagestrategie sowie einen ausreichend guten **Leumund** und **ausreichende Erfahrung** bei der Bewertung umfasst.

In der Zeit vor AIFMD/KAGB waren im überwiegenden Fall **nur natürliche Personen** als externe Bewerter bei der BaFin angezeigt, bei denen die Erbringung der erforderlichen Nachweise relativ selbsterklärend ist. Im Rahmen des weiter oben beschriebenen **Transformationsprozesses des Gutachterwesens für KAGB-regulierte AIF** hat sich inzwischen auch eine Praxis für die BaFin-Anzeige von **juristischen Personen** etabliert. Die Anzeige erfolgt als Kombination aus **Nachweisen für die Gesellschaft** in Verbindung mit **natürlichen Personen**, also Gutachtern, die bei der jeweiligen Bewertungsgesellschaften **in Deutschland oder im Ausland** angestellt sind.

Neben den KAGB-regulierten AIF ist auch eine Vielzahl von **internationalen Investoren** am Transaktionsmarkt aktiv, bspw. ausländische Pensionskassen oder REITS. Diese sind ebenfalls per Gesetz oder Eigenregulierung verpflichtet, externe Bewertungsgutachten als Bestandteil der Ankaufsentscheidung einzuholen. Anforderungen an die Bewertung und die Regulierungstiefe variieren bei diesen global agierenden Investmenthäusern stark. In Abgrenzung zu den national geprägten AIF stellen internationale Investoren mehrheitlich auf die **globalen Wertermittlungsstandards** ab, dh klassische **Marktwertermittlungen** nach RICS-Red-Book (oder vergleichbaren internationalen Standards). Der Qualifikationsnachweis der Gutachter als **Chartered Surveyors (MRICS)** wird in Verbindung mit der globalen Reputation der internationalen Bewertungsgesellschaften vorausgesetzt und nach der Erfahrung des Autors weniger tiefgehenden Detailprüfungen unterzogen, als es bei den deutschen regulierten Vehikeln üblich ist.

Wichtige gemeinsame Anforderung von nationalen wie internationalen regulierten institutionellen Investoren ist, dass eine von **externen Experten** angefertigte Bewertung benötigt wird, die **zertifiziert ist und allen formellen Anforderungen** genügt. Inhaltlich liegt – neben den Formalien – ein starkes Gewicht auf der sauberen Herleitung und Erläuterung der Wertansätze und Bewertungsparameter. Das Gutachten muss nicht nur den internen Zwecken des Auftraggebers genügen, sondern auch detaillierten Überprüfungen dritter Parteien, bspw. Wirtschaftsprüfern, Analysten oder Anlegern standhalten.

b) Ankaufsbewertung für unregulierte Käufer

Im Gegensatz zu den formell getriebenen Ankaufsbewertungen für regulierte Investoren setzen bspw. **Private-Equity-Investoren oder Family Offices andere Schwerpunkte**, wenn sie die Dienstleistungen von externen Immobilienbewertern in Anspruch nehmen. Selbstverständlich ist der Kern der Beauftragung, die Ermittlung eines Marktwertes, identisch. Bei den oben genannten Playern beinhaltet das Verständnis von Immobilienbewertung allerdings zusätzlich einen **starken Beratungsansatz**.

Weil Unternehmen der oben genannten Kundengruppe idR relativ schlank aufgestellt sind, werden Immobiliengutachter oft **nicht nur als Wertermittler**, sondern auch als „**verlängerte Werkbank**“ bei der Due Diligence genutzt. Eigene Analysen werden mit den Rechercheergebnissen des Bewerbers verglichen und in **aufwändigen Besprechungs-**

runden diskutiert. Am Ende des Prozesses steht idR ein relativ komprimiertes **Kurzgutachten mit einem starken Fokus auf dem Zahlenwerk.** Darüber hinaus legen diese meist angelsächsisch geprägten Marktteilnehmer großen Wert auf eine ausführliche Darstellung der **Vergleichstransaktionen (Comparable Evidence)** sowie auf die **Valuation Rationale**, also die Erklärung, welche wesentlichen werttreibenden Eigenschaften wie ins Zahlenwerk überführt wurden. Oftmals nutzen die für Private Equity Fonds oder Family Offices tätigen Analysten die Wertbesprechungen mit dem Gutachter, um sich selber für die internen Gremien (zB Investment Committee) adäquat vorzubereiten und entsprechend für kritische Rückfragen der Entscheider im eigenen Hause gerüstet zu sein.

4. Finanzierungsbewertungen

a) Gewerbliche Immobilienfinanzierung

- 237 Neben Verkäufer und Käufer ist oft als dritte Partei eine **finanzierende Bank** in die Transaktion eingebunden, die ebenfalls Immobilienbewertungen benötigt. Die **klassische Finanzierungsbewertung** für gewerbliche Immobilienfinanzierer **gibt es nicht**, allerdings sind die möglichen Varianten relativ ähnlich zur Vielfalt der Bewertungsstandards. Je nach interner Aufstellung und Regularien bevorzugen Banken **Marktwertermittlungen** nach **nationalen** (zB § 194 BauGB) oder **internationalen** (zB RICS-Red-Book) Bewertungsstandards.
- 238 Im Unterschied zu den Investoren setzen Banken andere Schwerpunkte bei der Gutachtenreview. Da die bewertete Immobilie für Finanzierer als **Absicherung eines ausgereichten Darlehens** dienen soll, richtet sich das Augenmerk der Immobilienbewertung zu Finanzierungszwecken auf die **Eignung der Immobilie als Kreditsicherheit.**
- 239 Einerseits wird intensiv die **Sicherheit des Cashflows** untersucht, weil der Schuldendienst im Wesentlichen aus laufenden Cashflows bedient werden muss. Neben der **Bonität der Mieter** wird die **Nachvermietbarkeit** der Immobilie für den Fall von Mieterausfällen oder Vertragskündigungen untersucht. Die **Fungibilität der Immobilie als Investmentgegenstand** ist ein weiteres wichtiges Prüfelement, weil **im schlimmsten Fall die Veräußerung** der Immobilie zur Begleichung offener Kreditverbindlichkeiten erfolgen müsste. Etwaige **CapEx-Risiken** sind ein dritter wichtiger Bestandteil. Hiermit ist eine Einschätzung derjenigen Kosten gemeint, die erforderlich werden könnten, um den Betrieb der Immobilie aufrechtzuerhalten (bspw. Investitionen in Haustechnik oder tragende Elemente). CapEx-Risiken werden sehr häufig über eine Technical Due Diligence, also außerhalb der Immobilienbewertung, detailliert überprüft und in der Bewertung entsprechend berücksichtigt.
- 240 Wie im Kapitel „Sonstige Wertbegriffe“ bereits anhand eines Beispiels angedeutet, hat sich bei zahlreichen angelsächsischen Banken in der Praxis neben der Marktwertermittlung auch die Untersuchung von spezifischen **Szenariowerten** etabliert. Diese Anforderung einer Art **Sensitivitätsanalyse** existiert bei Bewertungen für institutionelle Investoren idR nicht, hilft den Banken allerdings, die Kreditrisiken über verschiedene Bewertungsszenarien greifbarer darzustellen. Klassiker der Szenariowerte für Banken ist der sog. Market Value on the Special Assumption that the Property is vacant oder kurz **Vacant Possession Value.** In diesem Szenario wird angenommen, die Immobilie stehe zum Bewertungsstichtag vollkommen leer, alle vorhandenen Mietverhältnisse werden ignoriert. In den meisten Fällen ergibt der Vacant Possession Value einen Bruchteil des Marktwertes, den die Banken für eine **Abschätzung des Downside Risk im Falle eines Worst-Case-Szenarios** nutzen.
- 241 Die zweite spezielle Wertermittlung, die oftmals durch angelsächsische Banken in Auftrag gegeben wird, ist die Berechnung einer Art Zukunftswert, des sog. **Future Value at Loan Expiry** (je nach Auftraggeber abweichend formuliert). Im Rahmen dieser Szenariobewertung wird dem Gutachter die Aufgabe gestellt, sich in die Zukunft zu versetzen und einen **hypothetischen Wert der Immobilie am Ende des Loan Terms**, also der

Darlehenslaufzeit, zu ermitteln. Zum Bewertungsstichtag der Marktwertermittlung vorhandene Mietverträge laufen in dem Zukunftsszenario entsprechend kürzer bzw. sind für voraussichtlich abgelaufene Mietverhältnisse entsprechende Annahmen zu treffen. Das Ergebnis erlaubt den Banken eine grobe Prognose hinsichtlich einer möglichen Wertentwicklung der Liegenschaft über den Darlehensverlauf. In diesem Bewertungsverfahren muss der Gutachter neben der Marktentwicklung zusätzlich noch die **Objektparameter zum (zukünftigen) Bewertungsstichtag prognostizieren.**

b) Sonderfall Pfandbriefbanken

Die besonderen Eigenschaften von **Pfandbriefbanken** und deren **Refinanzierungsmöglichkeiten** über den **Pfandbrief** wurden bereits im Rahmen der Ausführungen zum Beleihungswertbegriff erläutert. Grundsätzlich legen Pfandbriefbanken ähnliche inhaltliche Schwerpunkte bei der Gutachtenbeauftragung und Review wie Finanzierungsinstitute ohne Pfandbrieflizenz. Bei beiden ist die **Eignung der Immobilie als Kreditsicherheit** von entscheidender Bedeutung.

Die Besonderheit bei Pfandbriefbanken ist, dass neben dem Marktwert im Regelfall auch der **Beleihungswert** beauftragt wird. Dieser liegt idR unter dem Marktwert, basierend auf den recht vorsichtigen Vorgaben der BelWertV, und bildet somit den auf den **langfristigen Eigenschaften** der Liegenschaft aufbauenden vorsichtigen Ansatz. Neben der stark regulierten Ermittlung des Beleihungswertes beinhaltet ein klassisches **Markt- und Beleihungswertgutachten** noch einige zusätzliche Anforderungen, die über die Anforderungen von „normalen“ Banken hinausgehen, bspw. die Prüfung der **Nachhaltigkeit von Mieten und Renditen** anhand nicht nur des aktuellen, sondern auch des **langfristig beobachteten Marktgeschehens.**

5. Bewertungsmethoden und Anwendungsformen

a) Angelsächsische und deutsche normierte Bewertungsverfahren

Zur Ermittlung des Marktwertes einer Immobilie bedient sich der Gutachter eines **geeigneten Bewertungsverfahrens.** Der Wert nahezu jeder Immobilie kann – technisch gesehen – mit jedem der unten aufgeführten Verfahren berechnet werden. Bei der Wahl des Verfahrens spielt neben etwaigen rechtlichen Vorgaben oder Anforderungen des Kunden im Wesentlichen die Eignung des Verfahrens eine wesentliche Rolle. Diese sollte im Kontext der **Nachvollziehbarkeit und Erklärbarkeit** in Abhängigkeit von der **Art und Komplexität der zu bewertenden Immobilie** abgewogen werden. Auch die jeweiligen am Standort der Immobilie vorherrschenden Marktgepflogenheiten sind – der Marktwertdefinition folgend – ausschlaggebend bei der Verfahrenswahl.

Grundsätzlich können Werte von Immobilien über deren **Ertragsfähigkeit**, über die **Bewertung der Substanz** oder über den **direkten Vergleich mit ähnlichen Liegenschaften** abgeleitet werden. Im kleinteiligen und mehrheitlich durch Eigennutzer repräsentierten **privatwirtschaftlichen Bereich** dominieren die **substanz- sowie vergleichsorientierten Verfahren**, während auf dem **gewerblichen Immobilienmarkt** nahezu vollständig die **am Ertrag orientierten Bewertungsverfahren** angewendet werden.

Aufgrund der deutlich längeren Tradition der Immobilienbewertung gibt es zahlreiche **angelsächsische Bewertungsverfahren**, die rund um den Globus Anwendung finden und **international anerkannt** sind. Einige der angelsächsischen Bewertungsmethoden haben auch Entsprechungen in Form von deutschen Bewertungsverfahren, die in der **ImmoWertV** normiert sind. Aufgrund der fehlenden internationalen Akzeptanz werden die **deutschen normierten Verfahren** überwiegend hierzulande eingesetzt.

Im Folgenden werden die wesentlichen etablierten Bewertungsverfahren kurz beschrieben und einige typische Anwendungsbereiche aufgezeigt. Daneben werden noch die

Gemeinsamkeiten und Unterschiede zwischen deutschen normierten Verfahren und internationalen Bewertungsmethoden herausgearbeitet.

b) Comparison Method – Vergleichswertverfahren

- 248 Die Comparison Method ist im deutschen wie im angelsächsischen Bewertungskosmos im Prinzip identisch. Der Wert der Liegenschaft wird über den direkten Vergleich des Bewertungsgegenstands mit **konkreten Markttransaktionen abgeleitet**. Qualitative Abweichungen zwischen Bewertungsgegenstand und den Vergleichstransaktionen werden über **Zu- und Abschläge** berücksichtigt. Genutzt wird dieses Verfahren idR bei recht **homogenen Bewertungsgegenständen**, bei denen eine **hohe Ähnlichkeit** der Charakteristika von Bewertungsgegenstand und Vergleichsobjekt besteht. Klassische Beispiele sind **unbebaute Grundstücke oder Eigentumswohnungen**, bei denen jeweils der Wert pro Quadratmeter mit der Fläche des Bewertungsgegenstandes multipliziert wird. Somit ist auch die Anwendung von **Bodenrichtwerten**, dh lagetypisch standardisierten, durch die jeweiligen Gutachterausschüsse veröffentlichten Bodenwerten pro Quadratmeter, eine **mittelbare Form des Vergleichswertverfahrens**.
- 249 Das deutsche Vergleichswertverfahren ist in den **§§ 15 und 16 der ImmoWertV** normiert.

c) Depreciated Replacement Cost Method – Sachwertverfahren

- 250 Bei der Depreciated Replacement Cost Method (DRC) bzw. im Sachwertverfahren bildet sich der Wert einer Liegenschaft aus den **abgeschriebenen Herstellungskosten der baulichen Anlagen und dem Bodenwert**. Die Herstellungskosten werden auf Basis von Erfahrungswerten und Referenzpreisen geschätzt. Das Alter der Immobilie und der Wertverlust durch Abnutzung im Zeitverlauf werden durch **Alterswertminderung** berücksichtigt, die rechnerisch auf Basis von Prozentabschlägen je nach **Gebäudealter** und **Modernisierungsstand** der Immobilie **im Verhältnis zur wirtschaftlichen Nutzungsdauer** angesetzt wird. Das Sachwertverfahren besitzt auf dem Markt für **eigegenutzte Ein- und Zweifamilienhäuser** weite Verbreitung. Für den großvolumigen, auf die Erzielung von Renditen ausgelegten, **professionellen Immobilienmarkt** wird diese Bewertungsmethode in der Praxis jedoch relativ **selten** herangezogen. Das geschieht idR nur dann, wenn es für die Immobilie **unzureichende Referenzpunkte an Markttransaktionen** gibt. Der bereits mehrfach benannten Grundhaltung der Immobilienbewertung folgend, die „Bewerten“ mit „Vergleichen“ gleichsetzt, kann ein im Sachwertverfahren ermittelter Immobilienwert lediglich als **Annäherungspunkt für einen möglichen Marktpreis** dienen, welcher dann **markt- und objektspezifisch anzupassen** ist. Anwendungsfälle und Akzeptanz des Sachwertes als Marktwert für gewerbliche Immobilien sind daher beschränkt. In wenigen Fällen, bspw. bei hochspezialisierten Immobilien, die quasi nie einer Markttransaktion zugeführt werden, wird eine Wertermittlung über DRC anerkannt. Relevant ist die Methode auch bei der **Beleihungswertermittlung**, wo das Sachwertverfahren als die das Ertragswertverfahren begleitende Bewertungsmethode explizit vorgeschrieben ist.
- 251 Das deutsche Sachwertverfahren ist in den **§§ 21–23 der ImmoWertV** normiert. Die Grundzüge des angelsächsischen sowie des national normierten Verfahrens sind identisch.

d) Investment Methods – Ertragswertverfahren sowie Discounted Cashflow (DCF)

- 252 Die höchste Relevanz, insbesondere im Rahmen größerer Immobilientransaktionen, haben die **Investment Methods** bzw. das **Ertragswertverfahren** sowie der **Discounted Cashflow (DCF) Approach (Barwertmethode)**.

Anwendungsgebiet aller Investmentmethoden ist grundsätzlich die Bewertung von **Anlageimmobilien**, die im Rahmen des potenziellen Erwerbs unter **Renditegesichtspunkten** betrachtet werden. Unter diese Kategorie fallen grundsätzlich die wichtigsten Arten von gewerblichen Objekten (zB **Büro-, Einzelhandels- und Logistikimmobilien**) sowie **zur Vermietung gehaltene Wohnimmobilien**. Die erzielte Rendite setzt sich aus einer **laufenden Rendite** durch Mieteinnahmen sowie aus einer **Wertänderungsrendite**, idealerweise durch Wertsteigerung, zusammen.

Innerhalb der Investmentmethoden wird zwischen **statischen und dynamischen Verfahren** unterschieden. Die **statischen Bewertungsverfahren** (zB Investment Method) sind in Bezug auf Datenerhebungsaufwand, Anzahl der Annahmen und Komplexität des Modells **relativ einfach**, während die **dynamischen Verfahren** (DCF) **komplexer** sind und eine deutlich größere **Vielzahl an Festlegungen** erfordern.

In der Anwendung **können grundsätzlich alle Arten von Anlageimmobilien entweder im statischen oder dynamischen Verfahren bewertet** werden. Die wesentliche Begrenzung der statischen Verfahren liegt darin, dass die bei komplexen Liegenschaften durchaus zahlreich vorhandenen wertrelevanten Sachverhalte oder Faktoren lediglich **implizit**, zB durch die Wahl von Zinssätzen oder über pauschale (oder in Nebenrechnungen ermittelte) **Zu- und Abschläge** im Bewertungsverfahren dargestellt werden können. Beispielhaft sind unterschiedliche **Laufzeiten von Mietverträgen, Renovierungs- oder Nachvermietungskosten** nach Mietende, **Abvermietungszenarien, Leerstandsrisiken einzelner Flächen** usw. zu nennen. Deren Bepreisung in Form von Renditeaufschlägen ist spätestens bei einer größeren Anzahl von Mietern rechnerisch nicht mehr nachvollziehbar.

Daher empfiehlt der Autor die **statischen Investmentmethoden** in Abgrenzung zum DCF insbesondere bei einfach strukturierten Immobilien mit **wenigen Mietern** und relativ **klaren Strukturen**. Klassische Fälle sind **Fachmärkte und Fachmarktzentren, Supermärkte, Discounter oder Logistikimmobilien**.

Das deutsche Ertragswertverfahren ist in den **§§ 17–20 der ImmoWertV** normiert. Verglichen mit dem angelsächsischen Ansatz gibt es einige technische und philosophische Unterschiede. Beiden gemein ist eine **statische Kapitalisierung von Erträgen, die dauerhaft aus dem Eigentum der Immobilie erzielt werden können**. Hierbei werden auf Basis der bestehenden Mietverträge sowie kalkulatorischer Ansätze für etwaige Leerstandsflächen **Mieteinnahmen** errechnet, die um **nicht umlagefähige Kosten** gemindert werden. Diese setzen sich aus den beim Eigentümer verbleibenden **Nebenkosten** (zB Verwaltungskosten) sowie einem kalkulatorischen Ansatz für **laufende Instandhaltung und langfristige Bestandserhaltung** (Sinking Fund) zusammen. Hinzu kommt im deutschen Ertragswertverfahren noch die Berücksichtigung eines kalkulatorischen **Mietausfallwagnisses**. Der nach Abzug aller Kosten beim Eigentümer verbleibende **Nettomietsertrag** wird unter Anwendung eines Zinssatzes – im deutschen Ertragswertverfahren der **Liegenschaftszinssatz** und im angelsächsischen Verfahren die **All Risks Yield** – kapitalisiert. Liegenschaftszinssatz bzw. All Risks Yield **vereinen hierbei relativ viele Chancen und Risiken** der Immobilie implizit in einer Zahl und sind zugleich rechnerisch der größte Einflussfaktor auf das Bewertungsergebnis.

Zentrale philosophische **Unterschiede** der Vorgehensweisen zwischen angelsächsischen Verfahren und ImmoWertV sind die **Betrachtung des Bodenwertes** sowie der **wirtschaftlichen Nutzungsdauer** der baulichen Anlagen. Im angelsächsischen Verfahren wird der wie oben beschrieben ermittelte Mietertrag mithilfe der All Risks Yield in die Ewigkeit kapitalisiert. Das **Gebäudealter** wird über die **Höhe des Zinssatzes** abgebildet, die **Immobilie als untrennbare Einheit aus Gebäude und Grundstück** gesehen. Im normierten Ertragswertverfahren wird der kalkulatorische **Ertragsanteil des Bodens** zunächst aus den Nettomieteinnahmen, dem Jahresreinertrag, **herausgerechnet**. Aus dem verbleibenden Ertragsanteil wird dann ein **Barwert der baulichen Anlagen** gebildet, der über die angesetzte begrenzte **Restnutzungsdauer** des Gebäudes im Barwertfaktor impli-

zit auch einen **Alterungsabschlag** beinhaltet. Am Ende des Ertragswertverfahrens wird dann der **Bodenwert addiert**. Als kurze Rückschau auf die einleitenden Worte sollte im Ergebnis der Wertermittlung ein identischer Wert herauskommen, basierend auf den Marktwertdefinitionen und unabhängig von der Wahl des Bewertungsverfahrens.

- 259 Unterarten der statischen angelsächsischen Bewertungsverfahren sind die sog. **Term-&-Reversion**-Methode sowie das **Core-&-Top-Slice**-Verfahren. Diese Verfahren weisen eine ähnliche Grundmethodik zur Investment Method auf, können allerdings die Auswirkung von Mietverträgen, die deutlich über oder unter Marktniveau liegen (over-rented/underrented), transparent darstellen. In der Anwendung wird der **Einkommensstrom vertikal** (Term & Reversion) **bzw. horizontal** (Core & Top Slice) **getrennt**, die **Barwerte** der unterschiedlichen Bestandteile des Einkommensstroms werden **separat ermittelt**. Logischer Kern dieser Technik ist die Annahme, dass die jeweiligen Over- oder Underrent-Situationen dem Investor einen **Vor- bzw. Nachteil im Vergleich zu der dauerhaft erzielbaren Marktmiete** bringen. Diese Vor- und Nachteile sind **zeitlich begrenzt** auf die Laufzeit des Mietvertrages. In beiden Verfahren wird separat und transparent der **Sonderbarwert** dieser Vor- und Nachteile abgeleitet. Der Gesamtwert der Liegenschaft ergibt sich dann aus **Addition des Sonderbarwerts mit dem Kapitalwert der Liegenschaft bei einer langfristigen Vermietung auf Marktniveau**.
- 260 Sowohl Term-&-Reversion- als auch Core-&-Top-Slice-Verfahren bieten eine probate Alternative, wobei sich **in der Praxis die Term-&-Reversion-Methode** durchgesetzt hat und vor allem bei angelsächsischen Kunden und Bewertern verbreitet ist.
- 261 Das **DCF-Verfahren** wird ebenfalls für Anlageimmobilien angewendet. In diesem **dynamischen Verfahren** werden in einem **mehrperiodischen System** über einen bestimmten Betrachtungshorizont von idR zehn Jahren Mieteinnahmen mit Ausgaben aus dem laufenden Betrieb der Immobilie saldiert. Die **Nettocashflows** der einzelnen Jahre werden dann jeweils auf den Bewertungstichtag **abgezinst (discounted)** und die Addition dieser bildet den **Barwert der Nettocashflows**. Der Zahlungsstrom in der **letzten Periode des Betrachtungszeitraums** wird **kapitalisiert**, was den sog. Endwert oder **Terminal Value** ergibt, der ebenfalls auf den Stichtag **diskontiert** wird. Die **Addition der Barwerte** der Nettocashflows und des Endwertes ergibt den Kapitalwert der Liegenschaft zum Bewertungstichtag.
- 262 Eine Anwendung des DCF-Verfahrens empfiehlt sich vor allem bei **komplexeren Liegenschaften**, die eine **Vielzahl von Cashflow-Schwankungen** aufweisen. Dies ist bspw. der Fall, wenn mehrere Mieter mit zu unterschiedlichen Zeitpunkten auslaufenden Mietverträgen vorhanden sind. Auch Immobilien, deren heterogene Qualitäten der Mietflächen im Zeitverlauf Qualitätssteigerungen (zB durch Renovierung) mit entsprechenden Steigerungen der Mieteinnahmen erfahren, sind im DCF gut darzustellen. Klassische Nutzungsfelder des DCF im gewerblichen Bereich sind **Shoppingcenter** und **große Multi-Tenant-(Büro-)Gebäude**. Im wohnungswirtschaftlichen Bereich werden die großen Portfolios, die Ertrag aus der Vermietung und Bewirtschaftung von **Mehrfamilienhäusern** erzielen, ebenfalls im DCF bewertet.
- 263 Diese Anwendungspraxis ergibt sich aus dem wesentlichen Vorteil des DCF im Vergleich mit dem Ertragswertverfahren: Im DCF können deutlich **mehr Bewertungsfaktoren explizit und transparent** dargestellt werden. Anknüpfend an die oben beschriebenen Multi-Tenant-Immobilien mit unterschiedlichen Mietvertragsausläufen ermöglicht das DCF eine **Abbildung von Leerstandszeiten** sowie **Nachvermietungskosten auf Mieteinheitsebene**, zeitlich gestaffelt entsprechend den jeweiligen Mietenden. Weiterhin ist der Bewerter in der Lage, zB **Steigerungen der Mieteinnahmen durch Indexierungen** zu zeigen. Auch zukünftig **geplante Ausgaben** und deren Auswirkungen auf den Cashflow können explizit modelliert werden, bspw. **Mietsteigerungen durch Qualitätsverbesserung** der Liegenschaft oder durch **Marktmietveränderung**. In Abgrenzung: Nahezu alle dieser Chancen und Risiken werden in den statischen Verfahren ebenfalls