

# Immobilienmärkte und Immobilienbewertung

Francke / Rehkugler / Raffelhüschen / Wölflé

3., vollständig überarbeitete und erweiterte Auflage 2020  
ISBN 978-3-8006-6291-3  
Vahlen

schnell und portofrei erhältlich bei  
[beck-shop.de](https://beck-shop.de)

Die Online-Fachbuchhandlung [beck-shop.de](https://beck-shop.de) steht für Kompetenz aus Tradition. Sie gründet auf über 250 Jahre juristische Fachbuch-Erfahrung durch die Verlage C.H.BECK und Franz Vahlen.

[beck-shop.de](https://beck-shop.de) hält Fachinformationen in allen gängigen Medienformaten bereit: über 12 Millionen Bücher, eBooks, Loseblattwerke, Zeitschriften, DVDs, Online-Datenbanken und Seminare. Besonders geschätzt wird [beck-shop.de](https://beck-shop.de) für sein

umfassendes Spezialsortiment im Bereich Recht, Steuern und Wirtschaft mit rund 700.000 lieferbaren Fachbuchtiteln.

Francke/Rehkugler/Raffelhüschchen/Wölfle  
Immobilienmärkte und Immobilienbewertung

  
**beck-shop.de**  
DIE FACHBUCHHANDLUNG

**beck-shop.de**  
DIE FACHBUCHHANDLUNG

# Immobilienmärkte und Immobilienbewertung

herausgegeben von

**Prof. Dr. Dr. h. c. Hans-Hermann Francke**

Albert-Ludwigs-Universität Freiburg

**Prof. Dr. Heinz Rehkugler**

Albert-Ludwigs-Universität Freiburg und  
Center for Real Estate Studies der Steinbeis Hochschule

**Prof. Dr. Bernd Raffelhüschen**

Albert-Ludwigs-Universität Freiburg

**Prof. Dr. Marco Wölfle**

Center for Real Estate Studies der Steinbeis Hochschule

beck-shop.de  
DIE FACHBUCHHANDLUNG

3., vollständig überarbeitete und erweiterte Auflage

Verlag Franz Vahlen München

**Prof. Dr. Dr. h. c. Hans-Hermann Francke**, Albert-Ludwigs-Universität Freiburg (Emeritus), ehem. Studienleiter der Verwaltungs- und Wirtschafts-Akademie für den Regierungsbezirk Freiburg und der Deutschen Immobilien-Akademie an der Universität Freiburg.

**Prof. Dr. Heinz Rehkugler**, Albert-Ludwigs-Universität Freiburg (Emeritus), Professor für Immobilieninvestments und Wissenschaftlicher Leiter des Center for Real Estate Studies (CRES) an der Steinbeis-Hochschule.

**Prof. Dr. Bernd Raffelhüschen**, Direktor des Forschungszentrums für Generationenverträge der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg, Studienleiter der Verwaltungs- und Wirtschafts-Akademie für den Regierungsbezirk Freiburg und der Deutschen Immobilien-Akademie an der Universität Freiburg.

**Prof. Dr. Marco Wölfle**, Professor für Finanz- und Immobilienwirtschaft und Wissenschaftlicher Leiter des Center for Real Estate Studies (CRES) an der Steinbeis-Hochschule.

**beck-shop.de**  
DIE FACHBUCHHANDLUNG

ISBN Print: 978 380066291 3  
ISBN E-Book: 978 380066292 0

© 2020 Verlag Franz Vahlen GmbH  
Wilhelmstr. 9, 80801 München  
Satz: Fotosatz Buck  
Zweikirchener Straße 7, 84036 Kumhausen  
Druck und Bindung: Beltz Grafische Betriebe GmbH  
Am Fliegerhorst 8, 99947 Bad Langensalza  
Umschlaggestaltung: Ralph Zimmermann, Bureau Parapluie  
Bildnachweis: © sepavone – depositphotos.com



Gedruckt auf säurefreiem, alterungsbeständigem Papier  
(hergestellt aus chlorfrei gebleichtem Zellstoff)

# Vorwort

## Zum Inhalt des Buches

Die Erst- und auch die Zweitaufgabe des Buches sind vom Markt erfreulich gut aufgenommen worden. Wiederum hat sich seit dem Erscheinen der Zweitaufgabe an den Immobilienmärkten vieles bewegt und verändert. Die Neuaufgabe trägt dem Rechnung. Sie behält zwar die grundsätzliche Struktur des Buches bei, greift aber mehrere neue wichtige Tendenzen und Aspekte der Entwicklung von Immobilienmärkten und der Wertermittlung von Immobilien zusätzlich auf. Dies schlägt sich in einer Aufnahme von fünf neuen Beiträgen nieder. Vier nicht mehr aktuelle Beiträge wurden herausgenommen. Zudem wurden verbleibende Beiträge teilweise komplett überarbeitet und an die aktuellen Gegebenheiten des Immobilienmarkts, des gesellschaftlichen Umfelds und des rechtlichen Rahmens angepasst.

Aus Anlass der Neuaufgabe wurde auch das Team der Herausgeber erweitert und verjüngt. An die Seite von Hans-Hermann Francke und Heinz Rehkugler treten mit Bernd Raffelhüschen und Marco Wölfe zwei weitere Professoren, die durch umfangreiche Forschungsaktivität ausgewiesene Fachleute in der Immobilienwirtschaft und wesentliche Träger unseres immobilienwirtschaftlichen Lehrangebots an der Universität Freiburg, der Steinbeis Hochschule und der DIA sind.

Das Buch besteht aus zwei Teilen:

### *Teil I*

#### *Immobilienanlage und Immobilienmärkte*

Kapitalanlagen in Immobilien sind – bei Privatanlegern noch mehr als bei institutionellen Investoren – in den meisten Ländern sehr beliebt und machen einen erheblichen Anteil am gesamten Vermögensbestand aus. Dies hat sich seit der letzten großen Finanz- und Wirtschaftskrise und den in ihrem Gefolge massiv veränderten Zinsumfeld noch einmal deutlich gesteigert. Gleichwohl werden sie in den klassischen kapitalmarkttheoretischen Modellen zur Gestaltung von optimalen Vermögensportfolios großenteils immer noch nicht angemessen einbezogen, sondern als „Alternative Assets“ behandelt. Dies ist auf verschiedene Besonderheiten des Anlageguts „Immobilie“ bezüglich der rechtlichen und steuerlichen Rahmenbedingungen und vor allem auf die Tatsache zurückzuführen, dass sie großenteils nicht an organisierten Kapitalmärkten gehandelt werden und damit die üblichen Basisdaten zur Berechnung optimaler Portfolios nicht verfügbar und die Standardmodelle nicht anwendbar sind.

Die Marktteilnehmer, insbesondere die institutionellen Investoren, verlangen aber zur Unterstützung von Einzelinvestitionsentscheidungen wie zur Bildung von reinen Immobilienportfolios und gemischten Vermögensportfolios zuneh-

mend vergleichbare Methoden, wie sie für die Auswahl von Wertpapieranlagen Verwendung finden. Zusätzlich brauchen sie spezifisches Wissen, wie die Immobilienmärkte funktionieren und wie der Markt zu seinen Bewertungen von Immobilienanlagen findet.

Wer auf Basis rationaler Entscheidungen Kapital in Immobilien investieren möchte, muss

- die faktischen und rechtlichen Möglichkeiten (die Produkte) kennen, wie er in direkter und in indirekter Form (z. B. offene und geschlossene Immobilienfonds, Immobilien-AGs, REITs) Immobilien erwerben bzw. sich an ihnen beteiligen kann,
- die funktional und räumlich unterschiedlichen Immobilienteilmärkte und ihre „Werttreiber“ verstehen,
- die Veränderung des rechtlichen Rahmens für die Eigentümer-/Nutzerbeziehungen, insbesondere im Wohnungsmietrecht, kennen und in ihrer (Fehl-) Wirkung auf die Entwicklung dieser für die Versorgung mit benötigten Flächen bedeutenden Teilmärkte beurteilen können,
- über möglichst gute Prognosen zur Wertentwicklung auf den Teilmärkten verfügen, vor allem die langfristigen Einflüsse der demografischen Entwicklung abschätzen können,
- geeignete (statistische) Methoden zur Auswertung und zur Beurteilung von Vergangenheits- und Prognosedaten kennen und einsetzen,
- den Zusammenhang zwischen der Geld- und Währungspolitik und den Immobilienmärkten beschreiben und beurteilen können,
- erkennen können, wie und wodurch an den Immobilienmärkten sich Preisblasen entwickeln, und über Instrumente zu ihrer Identifikation verfügen,
- eine fundierte Vorstellung entwickeln, in welcher Weise die einzelnen Anlageprodukte und Teilmärkte seine Anlagekriterien voraussichtlich erfüllen und die Performance seines Gesamtvermögensportfolios beeinflussen werden.

Die zehn Beiträge dieses ersten Teils versuchen hierzu aus unterschiedlichem Blickwinkel und mit unterschiedlichem Detaillierungsgrad einzelne Aspekte zu beleuchten.

Der Beitrag von Heinz Rehkugler über „Indirekte Kapitalanlagen in Immobilien – Anlagespektrum, Produktcharakteristika, Marktattraktivität“ bietet einen umfassenden Überblick über die verschiedenen Formen der indirekten Immobilienanlage und deren rechtlichen Rahmen, ihre ökonomischen Spezifika und ihre typischen Beiträge zur Erreichung der typischen Investorenziele. Neben den klassischen geschlossenen Immobilienfonds, den Real Estate Private Equity Fonds und den offenen Immobilienfonds werden auch die Immobilienaktiengesellschaften und deren steuertransparente Variante der Real Estate Investments Trusts (REITs) ausführlich vorgestellt. Den erheblichen Veränderungen des rechtlichen Rahmens, des ökonomischen Umfelds und der Bedeutung dieser Produkte als Kapitalanlage für private wie institutionelle Investoren wird Rechnung getragen.

Für die Erfassung und Messung der Renditen von Immobilienanlagen, ihrer Streuung und ihrer Kovarianzen mit anderen Anlageprodukten wie auch für die Analyse vergangener und die Prognose künftiger Marktentwicklungen bedarf es der Statistik als methodisches Hilfsmittel. Siegfried Hauser liefert mit seinem Beitrag über „Die Auswertung von Immobilienmarktdaten mit statistischen Modellen“ einen grundlegenden Einblick in die statistischen Maße der Darstellung von Häufigkeiten, der Erfassung von Streuungen über ein- und zweiseitige Risikomaße und die Zusammenhangsmaße von Datenreihen. Darauf aufbauend stellt er das Konzept der Wahrscheinlichkeiten vor und leitet dann ab, wie aus gegebenen Datenreihen Zusammenhangsstärken abgeleitet, wie Zeitreihen in ihre Komponenten zerlegt und für Prognosen verwendet werden können. Wichtig ist ihm dabei immer, die Beschränktheit der Anwendungs- und Aussagefähigkeit von statistischen Maßen und Methoden zu verdeutlichen.

Die lange Phase recht geringer durchschnittlicher Mietsteigerungen am Wohnungsmarkt hat sich seit ca. zehn Jahren in eine starke, den noch stärker steigenden Kaufpreisen folgende Aufwärtsphase gedreht. Umso wichtiger werden seither für Vermieter wie für Mieter die rechtlichen Regelungen zur zulässigen Höhe der Mietforderung bei Neuvermietungen und der Mieterhöhung bei Bestandsmieten und umso drängender werden die Forderungen der Mieter und ihrer politischen Vertretungen nach einer Verschärfung der Regulierungen. Der Beitrag von Marco Wölfle über „Die Ortsübliche Vergleichsmiete und ihre Implikationen für die Mietfestsetzung“ greift die aktuelle Rechtslage und die Diskussion um ihre Verschärfung auf, präzisiert den Begriff der ortsüblichen Vergleichsmiete, zeigt die Bedeutung und Wirkungsweise unterschiedlicher Typen von Mietspiegeln auf und diskutiert die mögliche Auswirkung aktueller Gesetzesinitiativen zu Mietpreisbremsen und Mietdeckeln auf die Handlungsweisen der Marktteilnehmer.

Diese Diskussion führt Hans-Hermann Francke in seinem Beitrag über „Irrwege zum bezahlbaren Wohnraum – zwischen der Mietpreisfalle und Kaufpreis-inflation“ fort. Aus ordnungspolitischer Sicht beklagt er, dass die politischen Entscheidungsträger, sei es aus purer Unkenntnis oder aus Opportunismus, die Mechanismen funktionsfähiger Immobilienmärkte missachten und durch die Fehlentscheidungen massiver Markteingriffe die Marktungleichgewichte eher verstärken als beseitigen.

Einer der wesentlichen langfristigen Treiber der Immobilienmärkte ist die sozio-demografische Entwicklung. Sie wird die einzelnen Länder und Weltregionen in sehr unterschiedlicher Weise tangieren. Auch innerhalb Deutschlands werden in den kommenden Jahrzehnten regional sehr stark divergierende Pfade der Entwicklung der Nachfrage nach Wohnimmobilien (und auch der anderen Segmente des Immobilienmarkts) zu beobachten sein. Bernd Raffelhüschen und Roman Witkowski basieren ihren Beitrag „Regionale Immobilienmärkte vor dem Hintergrund demografischen Wandels“ auf einem eigenen umfassenden und differenzierenden Prognosemodell, aus dem sie schrittweise eine Bevölkerungsjahresprojektion bis 2060, eine Prognose der Entwicklung der Haushaltszahlen und, unter Einbeziehung weiterer Faktoren, der gesamten Wohnflächennachfrage und der möglichen Entwicklung der Wohnimmobilienpreise ableiten. Dies

erfolgt sowohl für Deutschland gesamt als auch – bis auf Kreisebene heruntergebrochen – regional differenziert. Sie können weithin (und insbesondere für Deutschlands Süden) die Befürchtung eines drohenden Asset Meltdown auch auf sehr lange Frist zerstreuen.

Als ein wesentlicher Auslöser der partiell immer noch ganz überwundenen weltweiten Finanz- und Wirtschaftskrise in und nach 2007 wird gemeinhin das Platzen der Blase an den amerikanischen Wohnimmobilienmärkten (und in deren Gefolge auch in anderen Ländern der Welt) gesehen. Und schon wieder wird (noch aus einer Sicht vor der Corona-Pandemie) in vielen Ländern die Gefahr des Bestehens und des möglichen Platzens von Blasen an Wohnimmobilienmärkten beschworen. Für Deutschland sind die Positionen nicht eindeutig. Das hat unter anderem damit zu tun, dass es recht schwierig ist, Preisblasen auf Immobilienmärkten überhaupt zu identifizieren. Heinz Rehkugler und Tobias Rombach diskutieren daher in ihrem Beitrag „Preisblasen auf Wohnimmobilienmärkten“ zum Ersten unterschiedliche Ansätze zur Definition von Preisblasen. Zum Zweiten systematisieren sie bestehende Erklärungsansätze für das Entstehen einer Preisblase auf Wohnimmobilienmärkten und zeigen zum dritten dann verschiedene Maßgrößen auf, mit deren Hilfe Preisblasen erkannt und gemessen werden können. Anhand empirischer Daten vor der letzten Krise zeigen sie dann auf, in welchem Ausmaß und welcher Güte verschiedene klassische Blasenindikatoren für eine große Zahl von Ländern die Existenz einer Blase haben erkennen können. Abschließend gehen sie auf die aktuelle Situation in Deutschland ein und vergleichen, welche Indikatoren und Modelle Hinweise für die Existenz einer Blase am Wohnimmobilienmarkt liefern.

Von einem anderen Blickwinkel und mit anderer Zielrichtung, der Interaktion von Wirtschaftspolitik, makroökonomischer Entwicklung und Immobilienmärkten befasst sich auch der Beitrag „Die Immobilienkrise in den USA – Ursachen und Konsequenzen für das globale Finanzsystem“ von Hans-Hermann Francke mit der letzten Weltwirtschaftskrise. Ihm liegt am Herzen, die Akteure und den Ablauf der Immobilienkrise in den USA darzustellen, die hierfür ursächlichen wirtschaftspolitischen Fehlsteuerungen und die durch sie ausgelösten Störungen marktwirtschaftlicher Lenkungsmechanismen aufzuzeigen und hieraus dann die anstehenden Probleme der Gestaltung wirtschaftspolitischer Rahmenbedingungen herauszuarbeiten.

Der nächste Beitrag führt wieder zu Überlegungen und Entscheidungen von Immobilieninvestoren zurück. Deren Ziel und Anspruch ist, Entscheidungen über Vermögensanlagen so zu treffen, dass das Vermögensportfolio insgesamt eine möglichst gute Kombination von hohem Ertrag und geringem Risiko verspricht. Immobilien können zur Diversifizierung von Vermögensportfolios einen guten Beitrag liefern. Dies ist Gegenstand des Aufsatzes „Immobilien als Bestandteil von Vermögensportfolios“ von Felix Schindler. Er zeigt einleitend Vorgehen und Schwierigkeiten der Messung der Rendite und des Risikos von Immobilienanlagen auf. Auf dieser Basis aufsetzend kann dann untersucht werden, welche konkreten Zielbeiträge einzelne Formen der Immobilienanlage historisch erbracht haben und welchen Beitrag zur Diversifikation (also

zur Risikovernichtung) ihre Zumischung in reinen Immobilienportfolios und gemischten Vermögensportfolios sie zu leisten imstande waren.

Eine besondere Rolle spielte schon immer das Investment in Immobilien zur Altersvorsorge. Neben den in Beitrag 1 (Heinz Rehkugler) ausführlich beschriebenen Formen der indirekten Anlage in offene und geschlossene Fonds und Immobilienaktien sowie der direkten Anlage in Häuser und Wohnungen, die der Erzielung von Mieten dienen sollen, geht es vor allem um das selbstgenutzte Wohneigentum. Der Beitrag von Arne Leifels und Bernd Raffelhüschen zu „Immobilien als Altersvorsorge“ konzentriert sich vorrangig auf die einkommensteuerliche Behandlung von fremd- und selbstgenutzten Wohnimmobilien und diskutiert die Ansatzpunkte, die rechtlichen Regelungen sowie die Wirkungsweise der „Eigenheimrente“ (des Wohn-Riester) im Kontext der nachgelagerten lebenszyklusorientierten Besteuerung der Altersvorsorge.

Ein ganz aktuelles, aber es steht zu befürchten, noch recht lange nachhallendes Problem greift der letzte Beitrag des ersten Buchteils auf. Um die möglichen kurz- und vor allem längerfristigen ökonomischen Auswirkungen auf die Gesamtwirtschaft und die Immobilienwirtschaft im Besonderen aufzuzeigen und systematisch einzuordnen, stellt Marco Wölfe in seinem Beitrag „Die Corona-Krise in der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung und der Immobilienwirtschaft“ einführend die Grundstruktur der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung vor. In diese ordnet er dann die (überwiegend sehr vorläufigen) Befunde und Abschätzungen einer größeren Zahl schon vorliegender Analysen und Berechnungen und eigener Abschätzungen zu den unmittelbaren Auswirkungen der Lockdown-Maßnahmen zur Eindämmung der Pandemie einerseits sowie der umfangreichen fiskalischen Unterstützungsmaßnahmen zur Überbrückung der Einkommensverluste und zur möglichst schnellen Wiederaufholung des gesamt- und weltwirtschaftlichen Einbruchs andererseits ein.

## *Teil II*

### *Bewertung von Immobilien und Immobiliengesellschaften*

Die ökonomische Bewertung von Immobilien gehört zu den zentralen Themen der Immobilienökonomie. Im Unterschied zu anderen Vermögensgütern treten dabei große Schwierigkeiten auf, weil Immobilien auf Märkten gehandelt werden, die als in hohem Maße unvollkommen gelten müssen. Diese Unvollkommenheiten sind in den besonderen Eigenschaften begründet, die Immobilien von anderen Vermögensgütern unterscheiden. So gilt zunächst, dass Immobilien trotz ihrer relativ langen technischen und ökonomischen Lebensdauer nur selten gehandelt werden, also kaum Marktdaten über ihren Wert vorliegen. Sodann sind Immobilien untereinander kaum vergleichbar, sie sind also so genannte inhomogene Güter. Die Inhomogenität bezieht sich vor allem auf die Lagemerkmale des Einzelstandorts sowie der großräumigen Region. Hinzu kommen differenzierte technische und architektonische Ausstattungsmerkmale, die es ausschließen, dass die wenigen Marktdaten über Immobilientransaktionen in ausreichendem Maße für umfängliche regional übergreifende Wertvergleiche genutzt werden können.

Vor diesem Hintergrund werden Sachverständige zur Immobilienbewertung benötigt. Ihre schwierige Aufgabe besteht darin, den Wert der einzelnen Immobilie gutachterlich zu ermitteln, indem sie den Markt, auf dem diese Immobilie gehandelt werden könnte, gedanklich simulieren. Das ist eine praktisch und theoretisch anspruchsvolle Tätigkeit, die zusätzlich dadurch kompliziert wird, dass sie durch zahlreiche Rechtsvorschriften mit Haftungsfolgen reguliert wird. Die zur Immobilienbewertung entwickelten technischen, ökonomisch-theoretischen und teilweise rechtlich verbindlichen Verfahren unterscheiden sich zudem national, was bei international offenen Immobilienmärkten zusätzliche Schwierigkeiten verursacht.

Die Bewertung von Immobilien ist zunehmend nicht auf Einzelobjekte beschränkt, sondern bezieht sich auch auf die Bewertung größerer Portfolios von Immobilienanlagegesellschaften. Diese wachsen gegenwärtig an Zahl, Größe und Art. Neben klassische offene und geschlossene Immobilienfonds treten z. B. – teilweise nach dem Vorbild amerikanischer REITS (Real Estate Investment Trusts) – Immobilienaktiengesellschaften. Bei der Bewertung von Immobilienanlagegesellschaften treten spezifische Probleme auf, die sich aus deren jeweiligen Portfoliorisikomerkmale, aber auch aus den für Kapitalgesellschaften relevanten Bewertungs- und Bilanzierungsvorschriften ergeben.

Der dem Themenkomplex „Bewertung von Immobilien und Immobiliengesellschaften“ gewidmete folgende zweite Teil beginnt mit dem Aufsatz von Wolfgang Kleiber zur „Immobilienbewertung in der Bundesrepublik Deutschland“. Aus der besonderen Sachkenntnis des Lehrbuchautors, erfahrenen Gutachters und Ministerialrats im Bundesministerium für Verkehr-, Bau- und Wohnungswesens stellt Kleiber zunächst die historischen Wurzeln der Immobilienbewertung in Deutschland dar, ehe er die gegenwärtig vorherrschenden Bewertungsverfahren im Einzelnen erläutert. Zugleich werden diese Verfahren in den Zusammenhang der international angewandten Methoden gestellt. Im Mittelpunkt steht dabei das in Deutschland vorherrschende Ertragswertverfahren, welches von Kleiber als spezifische Variante der Discounted-Cash-Flow-Methoden (DCF-Verfahren) gekennzeichnet wird.

Claudia B. Wöhle vertieft dann in ihrem Beitrag „Moderne Immobilienbewertung mithilfe der Discounted Cashflow-Verfahren“ das Verständnis der DCF-Verfahren durch einen umfassenden Überblick der Immobilienbewertung bei Anwendung der Varianten des DCF-Verfahrens. Dabei stellt sie die logische Äquivalenz des Equity-, des Entity- und des Adjusted Present Value-Ansatzes einerseits und den engen Zusammenhang der Bewertung von Immobilien mit der Finanzierungsentscheidung durch ein dezidiert beschriebenes durchgängiges Anwendungsbeispiel heraus. Wöhle verdeutlicht so, wie die Bewertung nach dem DCF-Verfahren als Instrument für die Beurteilung von Investitions- und Desinvestitionsentscheidungen verwendet werden kann.

Henner Schierenbeck und Claudia B. Wöhle zeigen anschließend in einer immobilienwirtschaftlichen Fallstudie zur dynamischen Investitionsrechnung Schwächen der klassischen Barwertmodelle auf. Diese äußern sich u. a. in der Annahme eines vollkommenen Kapitalmarktes, auf dem Investitionsrückflüsse zu einem einheitlichen Zins angelegt werden können, über den keine Unsicher-

heit besteht. Zusätzliche Schwierigkeiten treten dadurch auf, dass Gewinnsteuern nicht berücksichtigt werden. Schierenbeck und Wöhle zeigen dann, wie in Endwertmodellen diese Probleme gelöst werden können.

Quantitative Methoden sind geeignet, Wechselwirkungen zwischen messbaren Größen abzubilden und die gefundenen Zusammenhänge für die Simulation von Werten der betrachteten Variablen einzusetzen. Der Beitrag von Harald Nitsch zu „Quantitative Methoden in Verkehrswertermittlung und Marktanalyse“ zeigt hierfür zwei interessante, in der immobilienwirtschaftlichen Forschung und Praxis zunehmend beschrittene Wege und Einsatzmöglichkeiten auf. Zum einen geht es um das mit der Verkehrswertermittlung untrennbar verbundene Problem der Heterogenität der Wertermittlungsobjekte. Damit ist nicht nur das Vergleichsverfahren, sondern jede Art der Wertermittlung von Immobilien (und damit auch die darauf basierende Analyse von Teilmärkten) konfrontiert. Um den Einfluss von Qualitätsunterschieden von Immobilien auf die am Markt gezahlten Preise zu untersuchen, werden seit längerer Zeit verstärkt hedonische Modelle eingesetzt. Harald Nitsch zeigt im ersten Teil seines Beitrags auf, wie hedonische Modelle grundsätzlich arbeiten, was bei ihrer Konstruktion besonders zu beachten ist, und wie sie zur Ermittlung von Verkehrswerten, von Bodenrichtwerten wie auch zur Entwicklung von Preisindikatoren eingesetzt werden können. Der zweite Teil widmet sich der Analyse wechselnder Marktlagen und basiert auf Tobins  $q$ , also dem Vergleich von Marktpreisen und Reproduktionskosten von Immobilien. Die Beobachtung dieser Relation ist geeignet, kurzfristige Abweichungen von langfristigen Gleichgewicht zu erkennen und diese für die Wahl vorteilhafter Investitionszeitpunkte zu nutzen. Hierzu erläutert Nitsch zuerst das Grundkonzept und die Aussagefähigkeit des  $q$ -Maßes, wie es der Nobelpreisträger Tobin entwickelt hat, und demonstriert dann die Übertragung dieses Konzepts auf Immobilieninvestitionen. Die Leistungsfähigkeit und Prognosekraft seines Modells kann er eindrucksvoll durch eine Schätzung der Immobilieninvestitionen für größere Städte in Baden-Württemberg untermauern.

Der abschließende Beitrag von Heinz Rehkugler widmet sich dann den besonderen Problemen der „Bewertung von bestandshaltenden Immobiliengesellschaften“. Dabei stehen drei Fragen im Mittelpunkt seiner Überlegungen. Zum ersten ist zu klären, welches Verfahren zur Bewertung von Immobiliengesellschaften sich aus theoretischer und praktischer Sicht rechtfertigen lässt, insbesondere ob sich der für Immobilienunternehmen spezifische Bewertungsansatz des NAV gegenüber den klassischen DCF-Verfahren behaupten kann. Zum Zweiten gilt es die Unterschiede in den Bewertungsergebnissen der Sache nach und im Ausmaß zu begründen. Einer besonderen Begründung bedürfen zum Dritten die weltweit zu beobachtenden, teilweise beträchtlichen Abweichungen der NAV-Bewertungen von den Börsenkursen.

Freiburg, im April 2020

*Hans-Hermann Francke  
Heinz Rehkugler  
Bernd Raffelhüschen  
Marco Wölfle*

**beck-shop.de**  
DIE FACHBUCHHANDLUNG

# Inhaltsübersicht

Vorwort .....	V
---------------	---

Abbildungsverzeichnis .....	XIX
-----------------------------	-----

## Teil I Immobilienanlage und Immobilienmärkte

<b>1 Indirekte Kapitalanlagen in Immobilien – Anlagespektrum, Produktcharakteristika, Marktattraktivität .....</b>	<b>3</b>
<i>Prof. Dr. Heinz Rehkugler</i>	
1.1 Immobilieninvestments: Übersicht .....	5
1.2 Formen der indirekten Immobilienanlage .....	10
1.3 Marktstrukturen und Marktpotenziale .....	55
1.4 Literaturverzeichnis .....	60
<b>2 Die Auswertung von Immobilienmarktdaten mit statistischen Modellen .....</b>	<b>63</b>
<i>Prof. Dr. Siegfried Hauser</i>	
2.1 Häufigkeiten, Merkmalsklassen und Verteilungsformen .....	65
2.2 Aussagefähigkeit von Maßzahlen .....	71
2.3 Das Konzept der Wahrscheinlichkeiten .....	91
2.4 Regressionsanalyse .....	98
2.5 Zeitreihenanalysen und Prognosen .....	105
<b>3 Die Ortsübliche Vergleichsmiete und ihre Implikationen für die Mietfestsetzung .....</b>	<b>113</b>
<i>Prof. Dr. Marco Wölfle</i>	
3.1 Einleitung .....	115
3.2 Rechtliche Rahmenbedingungen .....	115
3.3 Schlussfolgerungen aus Sicht von Eigentümern oder potenziellen Immobilienkäufern .....	137
3.4 Fazit .....	141
3.5 Literaturverzeichnis .....	142
<b>4 Regionale Immobilienmärkte vor dem Hintergrund demografischen Wandels .....</b>	<b>143</b>
<i>Prof. Dr. Bernd Raffelhüschen und Dr. Roman Witkowski</i>	
4.1 Einführung .....	145
4.2 Demografische Trends in Deutschland .....	146

4.3	Die Haushaltsprognose .....	159
4.4	Die Prognose der Wohnflächennachfrage .....	166
4.5	Die Prognose der Immobilienpreisentwicklung .....	172
4.6	Droht der Asset Meltdown? Ein Fazit .....	181
4.7	Renditehölle oder Großväterparadies? .....	182
4.8	Literaturverzeichnis .....	187
<b>5</b>	<b>Preisblasen auf Wohnimmobilienmärkten .....</b>	<b>191</b>
	<i>Prof. Dr. Heinz Rehkugler und Dr. Tobias Rombach</i>	
5.1	Einführung: Nach der Blase ist vor der Blase? Aktuelle Entwicklungen auf den nationalen und internationalen Wohnimmobilienmärkten .....	193
5.2	Definition von Preisblasen .....	194
5.3	Erklärungsansätze für das Entstehen von Preisblasen auf Wohnimmobilienmärkten .....	198
5.4	Erkennen von Preisblasen .....	220
5.5	Empirische Analyse von Wohnimmobilienmärkten .....	232
5.6	Literaturverzeichnis .....	247
<b>6</b>	<b>Die Immobilienkrise in den USA – Ursachen und Konsequenzen für das globale Finanzsystem .....</b>	<b>253</b>
	<i>Prof. Dr. Dr. h. c. Hans-Hermann Francke</i>	
6.1	Zur Problemstellung .....	255
6.2	Akteure und Abläufe .....	256
6.3	Wirtschaftspolitische Fehlsteuerungen .....	261
6.4	Zukunftsprobleme der Gestaltung wirtschaftspolitischer Rahmenbedingungen .....	265
6.5	Zusammenfassung .....	272
6.6	Literaturverzeichnis .....	272
<b>7</b>	<b>Irrwege zu bezahlbarem Wohnraum – zwischen Mietpreisfalle und Kaufpreisinflation .....</b>	<b>275</b>
	<i>Prof. Dr. Dr. h. c. Hans-Hermann Francke</i>	
7.1	Merkmale und Mechanismen funktionsfähiger Immobilienmärkte .....	277
7.2	Ursachen des Anstiegs der Miet- und Kaufpreise in Deutschland .....	279
7.3	Ordnungspolitische Bankrotterklärung .....	283
7.4	Sicherung bezahlbaren Wohnraums durch den öffentlichen Erwerb von Sozialwohnungen? .....	284
7.5	Marktorientierte Förderung des Wohnimmobilienangebots .....	285
7.6	Wohnungen bauen für die Zukunft .....	287
7.7	Literaturverzeichnis .....	288

<b>8 Immobilien als Bestandteil von Vermögensportfolios</b> .....	291
<i>Prof. Dr. Felix Schindler</i>	
8.1 Einführung .....	293
8.2 Performancemaße .....	294
8.3 Renditen und Risiken von Immobilienanlageprodukten im Vergleich .....	308
8.4 Diversifikationspotenziale von Immobilien- bzw. Mixed-Asset-Portfolios .....	319
8.5 Kritische Würdigung der Modernen Portfoliotheorie und alternative Ansätze .....	328
8.6 Literaturverzeichnis .....	330
<b>9 Immobilien als Altersvorsorge</b> .....	333
<i>Dr. Arne Leifels und Prof. Dr. Bernd Raffelhüschen</i>	
9.1 Theoretische Altersvorsorgefunktion von Immobilien .....	335
9.2 Kapitalanlage in Immobilien .....	336
9.3 Dichotome Einkommensbesteuerung von Wohnimmobilien ...	337
9.4 Paradigmenwechsel, Rentenkürzung und Riester-Kompensation .....	339
9.5 Eigenheimrente: Immobilien in der Riester-Rente .....	344
9.6 Zusammenfassung .....	351
9.7 Literaturverzeichnis .....	352
<b>10 Die Corona-Krise in der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung und der Immobilienwirtschaft</b> .....	353
<i>Prof. Dr. Marco Wölfle</i>	
10.1 Das Bruttoinlandsprodukt als wirtschaftlicher Leistungsindikator .....	355
10.2 Nutzung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung als Beschreibungs- und Prognosemodell .....	361
10.3 Gesamtwirtschaftliche Wirkungen der Corona-Krise .....	366
10.4 VGR und Auswirkungen der Corona-Krise auf die Immobilienwirtschaft .....	368
10.5 Maßnahmen zur Bewältigung der Corona-Krise und Schlussfolgerungen zu deren Wirkung .....	374
10.6 Literaturverzeichnis .....	377

## Teil II Bewertung von Immobilien und Immobiliengesellschaften

<b>11 Immobilienbewertung in der Bundesrepublik Deutschland</b> . . . . .	381
<i>Prof. Dipl. Ing. Wolfgang Kleiber</i>	
11.1 Einleitung . . . . .	383
11.2 Gutachterausschüsse für Grundstückswerte . . . . .	385
11.3 Verkehrswert (Marktwert) . . . . .	387
11.4 Wertermittlungsverfahren . . . . .	391
11.5 Ertragswertverfahren . . . . .	396
11.6 Sachwertverfahren . . . . .	413
<b>12 Moderne Immobilienbewertung mithilfe der Discounted Cashflow-Verfahren</b> . . . . .	415
<i>Prof. Dr. Claudia B. Wöhle</i>	
12.1 Überblick über die Discounted Cashflow-Verfahren . . . . .	417
12.2 Determinanten für die Immobilienbewertung . . . . .	423
12.3 Anwendungsbeispiel . . . . .	433
12.4 Verwendung der DCF-Wertansätze für Investitions- und Desinvestitionsentscheidungen . . . . .	453
12.5 Literaturverzeichnis . . . . .	463
<b>13 Barwert- und Endwertmodelle der klassischen dynamischen Investitionsrechnung mit Gewinnsteuern – Theoretische Grundlagen und Anwendung in einer immobilienwirtschaftlichen Fallstudie</b> . . . . .	465
<i>Prof. Dr. Dres. h. c. Henner Schierenbeck und Prof. Dr. Claudia B. Wöhle</i>	
13.1 Theoretische Grundlagen . . . . .	467
13.2 Immobilienwirtschaftliche Fallstudie zur Investitionsplanung . . . . .	484
13.3 Literaturverzeichnis . . . . .	504
<b>14 Quantitative Methoden in Verkehrswertermittlung und Marktanalyse</b> . . . . .	505
<i>Prof. Dr. Harald Nitsch</i>	
14.1 Einsatzbereiche quantitativer Methoden . . . . .	507
14.2 Hedonische Preismodelle . . . . .	508
14.3 Tobins q als Analyserahmen für Marktlagen . . . . .	526
14.4 Literaturverzeichnis . . . . .	546

<b>15 Die Bewertung von bestandshaltenden Immobiliengesellschaften</b>	549
<i>Prof. Dr. Heinz Rehkugler</i>	
15.1 Mögliche Besonderheiten der Bewertung von Immobilienunternehmen .....	551
15.2 Verfahren zur Bewertung von bestandshaltenden Immobiliengesellschaften .....	553
15.3 Die Bewertungsverfahren DCF und NAV im Vergleich .....	579
15.4 Wert und Preis von Immobiliengesellschaften: NAV vs. Börsenkurs .....	585
15.5 Zusammenfassung .....	593
15.6 Literaturverzeichnis .....	594
<b>Autorenverzeichnis</b> .....	599
<b>Stichwortverzeichnis</b> .....	605

**beck-shop.de**  
DIE FACHBUCHHANDLUNG