

Leitfaden des Baubetriebs und der Bauwirtschaft

Projektentwicklung in der Immobilienwirtschaft

Grundlagen für die Praxis

von

Fritz Berner, Willi Alda, Joachim Hirschner, Bernd Kochendörfer

5. aktualisierte und erweiterte Auflage

Vieweg+Teubner Wiesbaden 2014

Verlag C.H. Beck im Internet:

www.beck.de

ISBN 978 3 658 02018 7

Zu [Inhaltsverzeichnis](#)

schnell und portofrei erhältlich bei beck-shop.de DIE FACHBUCHHANDLUNG

2 Grundstücks- und Immobilienbewertung

Ausgangspunkt und damit Kernpunkt für jede Projektentwicklung ist die Werteschätzung für das fertig gestellte Projekt. Diese Aussage zeigt bereits auf, mit wie viel zusätzlichen Unsicherheiten und Unwägbarkeiten die Ermittlung eines Projektverkehrswertes gegenüber der Wertermittlung für ein bereits bebautes Grundstück belegt ist, da für die Realisierung eines Projektes i. d. R. ein Zeitraum im Bereich von Jahren benötigt wird, ein Zeitraum also, in dem sich viele Kenndaten einer Verkehrswertermittlung, ja sogar der gesamte Immobilienmarkt entscheidend verändern können. So formulierte beispielsweise die Guidance Note 3 des TIAVSC (The International Assets Valuation Standard Committee) unter der Ziffer 9¹ folgende Annahmen, die in Analogie bei einer Projektentwicklung (Ermittlung des geschätzten eingeschränkten Verkaufspreises [Estimated Restricted Realisation Price²]) zur Bestimmung des Verkehrswertes verwendet werden:

1. Der Eigentümer verkaufswillig ist,
2. genügend Zeit – beurteilt nach Art des Verkaufsobjektes und Marktlage – für Verkaufsverhandlungen zur Verfügung steht,
3. die Werte während des Verhandlungszeitraumes stabil bleiben,
4. die Liegenschaft frei und mit ausreichender Verbreitung auf dem Markt angeboten wird,
5. kein Angebot eines Käufers mit Sonderinteresse berücksichtigt wird.

Es sollte jedoch nicht nur darauf hingewiesen werden, dass die Verkehrswertschätzung (geschätzter eingeschränkter Verkaufspreis) zum Projektende ein hohes Risiko bzw. eine große Chance für den Projektentwickler darstellt, da er die Verkehrswertschätzung nur für einen in der Zukunft liegenden Stichtag (Projektfertigstellung) ermitteln und seiner Projektrealisierungsentscheidung zugrunde legen kann; darüber hinaus ist u. a. auch darauf hinzuweisen, dass jede Verkehrswertermittlung aus statistischen und rechentechnischen Gründen mit unvermeidbaren Ungenauigkeiten in einer Größenordnung von +/- 10 bis 20 % behaftet sein kann. Die (Verkehrs-) Wertermittlung ist die unerlässliche Basis für jede Wirtschaftlichkeitsbetrachtung, gleichgültig, ob es sich um ein bebautes oder unbebautes Grundstück handelt.

Erst über eine Verkehrswertermittlung (im Projektfall: Verkehrswertschätzung zum voraussichtlichen Projektende) kann über eine anschließende Developmentrechnung (Investitionsrechnung) überprüft werden, ob das Projekt wirtschaftlich ist.

¹ vgl. Vogels (1991)

² vgl. White u. a. (1999)

In Deutschland wird die Immobilienbewertung nach der „Verordnung über Grundsätze für die Ermittlung der Verkehrswerte von Grundstücken (Immobilienwertermittlungsverordnung – ImmoWertV)“ durchgeführt, die in der Immobilienwertermittlungsverordnung – ImmoWertV vom 01.07.2010 veröffentlicht worden ist. Darüber hinaus können die Landesregierungen weitere ergänzende Bestimmungen in Form von Rechtsverordnungen erlassen.

Die ImmoWertV berücksichtigt insbesondere die folgenden Einflüsse:

- Gesamtheit der verkehrswertbeeinflussenden rechtlichen Gegebenheiten
- Beschaffenheit des Grundstücks
- Lage des Grundstücks

Maßgebend für die Ermittlung des Immobilienwertes nach der ImmoWertV ist der stichtagbezogene (statische) Verkehrswert, für den unter Berücksichtigung des Grundstücksmarktes das Sachwertverfahren, das Ertragswertverfahren oder das Vergleichswertverfahren als Wertermittlungsverfahren herangezogen werden können. In der folgenden Abb. 2-1 wird der Weg bei den einzelnen Verfahren bis hin zum ermittelten Verkehrswert aufgezeigt. Die Definition des Verkehrswertes nach ImmoWertV ergibt sich aus dem § 194 des BauGB: „Der Verkehrswert (Marktwert) wird durch den Preis bestimmt, der in dem Zeitpunkt, auf den sich die Ermittlung bezieht, im gewöhnlichen Geschäftsverkehr nach den rechtlichen Gegebenheiten und tatsächlichen Eigenschaften, der sonstigen Beschaffenheit und der Lage des Grundstücks oder des sonstigen Gegenstands der Wertermittlung ohne Rücksicht auf ungewöhnliche oder persönliche Verhältnisse zu erzielen wäre“¹.

Vom Bundesministerium für Verkehr, Bau- und Wohnungswesen werden ferner die Wertermittlungsrichtlinien (WertR) herausgegeben. In diesen sind Hinweise zur Ermittlung der Verkehrswerte von Grundstücken (bebaut und unbebaut), wie auch von Rechten an Grundstücken, enthalten. Die Anwendung der WertR soll eine objektive Ermittlung des Verkehrswerts von Grundstücken nach einheitlichen und marktgerechten Grundsätzen und Verfahren sicherstellen. Soweit die Anwendung angeordnet wird, ist die Verwendung der Wertermittlungsrichtlinien verbindlich. Die WertR wurde am 10.06.2006 im Bundesanzeiger veröffentlicht.

¹ BauGB, § 194

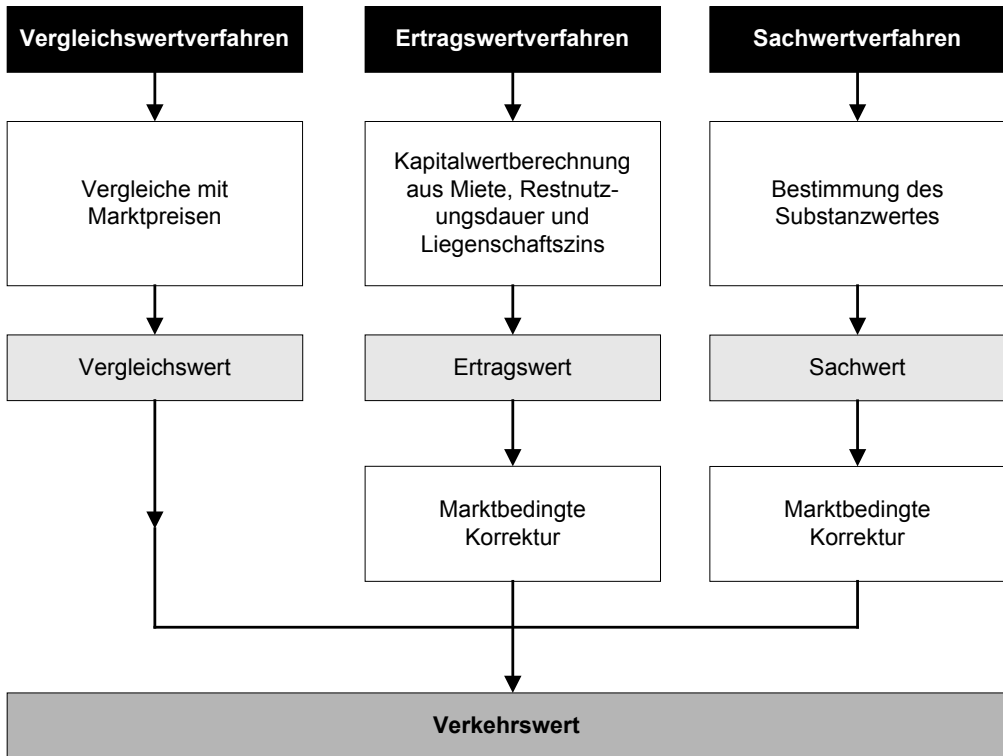


Abb. 2-1 Wertermittlungsverfahren¹

2.1 Sachwertverfahren

Das Sachwertverfahren eignet sich besonders für bebaute Grundstücke, die nach den örtlichen Marktgegebenheiten keine Ertragsobjekte sind, also beispielsweise Ein- und Mehrfamilienhäuser oder Anlage- und Industriebauten. Es wird insbesondere zur Unterstützung und Überprüfung des Ertragswertverfahrens angewendet.²

Die Herstellungswerte von baulichen Anlagen werden mit dem Sachwertverfahren nach einem vorgegebenen Ablaufschema ermittelt. Der Ablauf und die Vorgehensweise mit den einzelnen Schritten können der nachfolgenden Übersicht entnommen werden.

¹ vgl. ImmoWertV

² vgl. Falk (1994)

Ablaufschema Sachwertverfahren nach ImmoWertV¹:

Gebäude

- + Außenanlagen
- + besondere Betriebseinrichtungen
- Abschlag wegen Alterswertminderung
- Wertminderung wegen Baumängeln und Bauschäden
- + / - Berücksichtigung sonstiger wertbeeinflussender Umstände

= Wert der baulichen Anlagen

+ Wert der sonstigen Anlagen

= Bauwert

+ Bodenwert

= **Sachwert**

In der Regel werden die Herstellungswerte für die Gebäude auf der Basis der gewöhnlichen Herstellungskosten (Normalherstellungskosten) ermittelt. Hierzu werden Flächen-, Raum- und sonstige Bezugseinheiten mit Kosten multipliziert, die marktüblich für eine Neuerrichtung der baulichen Anlage aufzuwenden wären. Die Normalherstellungskosten sind i. d. R. mit Hilfe geeigneter Preisindexreihen an die Preisverhältnisse am Wertermittlungsstichtag anzupassen.

2.2 Ertragswertverfahren

Bei gewerblichen Immobilien liefert der Ertragswert in aller Regel den Verkehrswert. Der Ertragswert ist die Summe der Barwerte aller zukünftigen Reinerträge, die der Eigentümer zu Marktbedingungen aus seinem Grundstück erzielen kann. Für die Ermittlung des Rohertrages ist im Gegensatz zur bisherigen Wertermittlungsverordnung nicht mehr die nachhaltige Miete, sondern die Marktmiete anzusetzen. Besondere objektspezifische Grundstücksmerkmale können durch marktgerechte Zu- oder Abschläge berücksichtigt werden (§ 8 (3) der ImmoWertV).

Das Ertragswertverfahren wird im Wesentlichen nach dem folgenden Ablaufschema aus der ImmoWertV durchgeführt:²

¹ vgl. § 21ff ImmoWertV

² vgl. § 17ff ImmoWertV

Jahresrohertrag des Bewertungs-Objektes (§ 18 ImmoWertV)

- Bewirtschaftungskosten (§ 19 ImmoWertV)
 - Verwaltungskosten
 - Betriebskosten (nicht auf Mieter umgelegte)
 - Instandhaltungskosten
 - Mietausfallwagnis

= Jahresreinertrag

- Bodenwertverzinsung (Bodenwert x Liegenschaftszinssatz)

= Gebäudereinertrag

x Vervielfältiger

+ / - Zu- / Abschläge wegen sonstiger wertbeeinflussender Umstände

= Gebäudeertragswert

+ Bodenwert

= **Ertragswert**

Die Mieterträge stellen den mit Abstand größten Anteil des Rohertrages dar. Die entsprechenden Marktmieten können beispielsweise den folgenden Quellen entnommen werden¹:

- Mietspiegel der Maklerverbände bzw. Mietervereine
- Marktberichte großer Makler
- Mitteilungen des Instituts für Handelsforschung an der Universität Köln (Einzelhandel)
- Fachverbände des Handels (Einzelhandelsverband)
- Fachverbände des Handwerks (Handwerkskammern)
- Monatszeitschriften der Industrie- und Handelskammern
- Wirtschaftsbriefen
- Strukturatlas des Hauptverbandes des Deutschen Einzelhandels (HDE)
- Immobilienanzeigen in regionalen/überregionalen Tageszeitungen, etc.

Die Mieterträge ergeben sich aus dem Produkt von Marktmiete und Mietfläche. Die Definition der Mietflächen ist schwierig, da diese nicht genormt sind. Die Büromietflächen umfassen meist nicht nur die Nettofläche (NF) nach der DIN 277, sondern mindestens auch die horizontale oberirdische Verkehrsfläche und ggf. Treppenflächen. Empfohlen wird die Berechnung der Mietfläche für Wohnraum nach der Wohnflä-

¹ vgl. Falk (1994)

chenverordnung (WoFIV) vom 25.11.2003 und für gewerblichen Raum nach der Richtlinie der Gesellschaft für immobilienwirtschaftliche Forschung e. V. (gif) vom 01.05.2012. Maßgebend sind in jedem Fall die Festlegungen des Mietvertrages.

Die Verwaltungskosten betragen in der Regel etwa 3-5 % des Rohertrages. Die Verwaltungskosten könnten bei so genannten Betreiberimmobilien (z. B. Hotel- oder Einzelhandelsimmobilien) auch deutlich höher liegen. Im Mietvertrag ist festgelegt, welche Betriebskosten der Mieter (direkte und umgelegte Betriebskosten) und der Vermieter (nicht umgelegte Betriebskosten bzw. nicht umlagefähige Betriebskosten) zu tragen haben. Die Instandhaltungskosten sind abhängig von vielen Faktoren, wie z. B. Abnutzung, Alterung, etc. Entsprechende Anhaltswerte können der einschlägigen Literatur entnommen werden. Das Mietausfallwagnis (z. B. durch uneinbringliche Zahlungsrückstände) wird üblicherweise mit bis zu 4 % des Rohertrages angesetzt.

Der Vervielfältiger ist beim Ertragswertverfahren die maßgebliche Berechnungsgröße. Er ist abhängig von der Restnutzungsdauer des Objektes und dem entsprechenden Liegenschaftszinssatz. Der Vervielfältiger berechnet sich aus der Barwertformel einer nachschüssigen Rente:

$$\text{Vervielfältiger} = \left(\frac{q}{(q+1)^n - 1} + q \right)^{-1}$$

In dieser Formel steht q für den Liegenschaftszinssatz und n für die Restnutzungsdauer des Objektes. Üblicherweise wird der Vervielfältiger entsprechenden Literaturtabellen entnommen, wie sie auch im Anhang dieses Buches zu finden sind.

Grob erläutert kann unter dem Liegenschaftszinssatz derjenige Zinssatz verstanden werden, mit dem der Verkehrswert im Durchschnitt marktüblich verzinst wird. In diesem Wert müssen sich alle wesentlichen Markteinflüsse niederschlagen. Da bereits geringe Zinsänderungen zu starken Abweichungen bei den Ertragswerten führen können, ist die Festlegung des Liegenschaftszinses bei jeder Ertragswertberechnung besonders wichtig und kritisch. Daher sollten auch die in den § 193 BauGB erwähnten Liegenschaftssätze (Kapitalisierungszinssätze aus Kaufpreissammlungen) besonders sorgfältig ermittelt beziehungsweise aus Marktkennndaten (Preise, Mieten) abgeleitet werden (§ 14 ImmoWertV). Gegenüber Schwankungen des Kapitalmarktes ist der Liegenschaftszins relativ unempfindlich, da der Immobilienmarkt nur geringfügig dem Kapitalmarkt anhängt und der Verkehrswert eines Objektes im hohen Maß auch vom jeweiligen Sachwert abhängt.

Einige wesentliche Parameter, die den Liegenschaftszins beeinflussen sind:

- Standort des Projektes bzw. Objektes
- Alter/Qualität des Projektes bzw. Objektes
- Größe des Projektes bzw. Objektes
- Immobilienmarktsituation
- Miethöhe im Markt- und internationalen Vergleich

Unter der Restnutzungsdauer ist die Anzahl der Jahre zu verstehen, in denen das Objekt bei ordnungsgemäßer Unterhaltung und Bewirtschaftung voraussichtlich noch wirtschaftlich genutzt werden kann. Diese Restnutzungsdauer wird i. d. R. nicht identisch mit der technischen Lebensdauer des Objektes bzw. einzelner Objektbestandteile, wie z. B. dem Fundament, sein.

2.3 Vergleichswertverfahren

Dieses Verfahren ist ein international übliches Verfahren, das auch in der ImmoWertV enthalten ist. Das Grundprinzip besteht darin, über Verkaufspreise bzw. Marktpreise von vergleichbaren Objekten zu einem marktorientierten Verkehrswert zu kommen. Daher eignet sich dieses Verfahren besonders für unbebaute Grundstücke. In den Ländern, die keinen „amtlich festgelegten“ Bodenwert kennen, wie z. B. Großbritannien, ist dieses Verfahren besonders geeignet. In diesen Fällen kann nur das Vergleichswertverfahren weiterhelfen, den Bodenwert zu bestimmen, um das Ertragswertverfahren überhaupt anwenden zu können.

Beim Vergleichswertverfahren wird zunächst der Grundstückszustand definiert, damit vergleichbare Grundstücke am Immobilienmarkt gefunden werden können. Im zweiten Schritt werden dann diejenigen gefundenen Vergleichspreise eliminiert, die nach § 15 ImmoWertV keine hinreichend übereinstimmenden Grundstücksmerkmale wie das zu bewertende Grundstück aufweisen. Dies kann bei einem außergewöhnlichen Kauf- bzw. Verkaufsinteresse, bei verwandtschaftlicher oder wirtschaftlicher Verpflichtung der Vertragsparteien oder bei erheblichen Unterschieden bei Mieten, Bewirtschaftungskosten etc. der Fall sein.

2.4 Weitere Wertermittlungsverfahren

2.4.1 Barwertverfahren

Beim Barwertverfahren werden die in Zukunft vom Bewertungsobjekt ausgehenden Zahlungsströme zu einem angemessenen Diskontsatz (Kapitalmarktzins ggf. plus Risikozuschlag) auf einen Bewertungsstichtag abgezinst, um den Barwert der Investi-

tion zu erhalten. Im englischsprachigen Raum wird das Barwertverfahren auch als Discounted Cash Flow Method (DCF) bezeichnet. Der Verkaufserlös am Ende des betrachteten Investitionszeitraumes wird anhand der geschätzten Verkaufsrendite und des projizierten Mietwertes zum Zeitpunkt der Veräußerung ermittelt und ebenfalls abgezinst. Diese Betrachtung wird meist für einen Zeitraum von 10 oder 15 Jahren angestellt. Die Barwertmethode ist eine explizite Bewertungstechnik, die als Ergebnis den internen Zinsfuß – den so genannten Internal Rate of Return (IRR) – liefert, anhand dessen die Immobilieninvestition direkt mit alternativen Anlagemedien verglichen werden kann.

Die Gleichung für den internen Zinsfuß r lautet:

$$C_0 = 0 = -A_0 + \sum \ddot{u}_z(1+r)^{-1} + R_n(1+r)^{-n}$$

hierbei bedeuten:

- C_0 - Barwert
- A_0 - Kaufpreis
- \ddot{u}_z - Einnahmeüberschuss
- R_n - Verkaufspreis nach n Jahren
- r - interner Zinsfuß (nur iterativ ermittelbar)

Die Berechnung des internen Zinsfuß r ist nur iterativ möglich. Die Barwertmethode stellt eine wertvolle Entscheidungshilfe für den Projektentwickler bzw. für den Investor dar. Die Barwertmethode ist in der ImmoWertV als eine Methode im Ertragswertverfahren aufgenommen worden (§ 17, Abs. 3) und soll insbesondere bei periodischen Erträgen angewendet werden. In diesem Fall ist der Restwert des Grundstücks auf den Wertermittlungsstichtag nach § 20 ImmoWertV abzuzinsen.

2.4.2 Residualwertmethode

Die Residualwertmethode wird auch „Bauträgermethode“ genannt und ist insbesondere geeignet, um den Grundstückswert (bebaut oder unbebaut) in Abhängigkeit von der optimalen Ausnutzung des Grundstücks zu ermitteln. Zunächst wird der Wert der erstellbaren optimalen und städtebaulich genehmigungsfähigen Bebauung nach dem Ertragswertverfahren bestimmt.

Es werden dann sämtliche Kosten für die mögliche Bebauung (Projektentwicklung) abgezogen, einschließlich Finanzierung, Marketing, Unvorhergesehenes sowie Wagnis und Gewinn. Das Ergebnis der Rechnung ist der Brutto-Residualwert bzw. Netto-Residualwert (ohne Finanzierungskosten bzw. Erwerbsnebenkosten des Grundstückes). Es sollte jedoch bedacht werden, dass bei dieser gängigen Methode äußerste Vorsicht geboten ist, da eine hohe Sensitivität des Grundstückswertes gegenüber zeitabhängigen Eingabevariablen, dies können z. B. Mietansätze in Boom-Phasen

sein, vorliegt. Richtig angewendet ist die Methode ein wichtiges und wertvolles Arbeitsmittel des seriösen Projektentwicklers.

2.5 Beispielaufgaben zur Wertermittlung

2.5.1 Beispielaufgabe 1

Problemstellung:

Ein Bürogebäude mit 4.500 m² Mietfläche ist für eine monatliche Nettokaltmiete von 15 €/m² 15 Jahre lang mit Mietbindung vermietet. Danach soll die Miete auf die heutige Marktmiete von monatlich 20 €/m² angehoben werden. Für die Marktmiete liegt ein entsprechendes Gutachten vor. Da sich das Objekt in guter Lage befindet, erscheint ein Liegenschaftszins von 5,5 % angemessen. Das relativ neue Gebäude hat eine Restnutzungsdauer von 70 Jahren. Als Abschlag für die Bewirtschaftungskosten können monatlich 2 €/m² angesetzt werden.

Ermittelt werden soll der heutige Ertragswert ohne Berücksichtigung des Bodenwertes.

Lösung:

Rohertrag	$4.500 \text{ m}^2 \cdot 20 \text{ €/m}^2, \text{ Mon.} \cdot 12 \text{ Mon.}$	1.080 T€
– Bewirtschaftungskosten	$4.500 \text{ m}^2 \cdot 2 \text{ €/m}^2, \text{ Mon.} \cdot 12 \text{ Mon.}$	–108 T€
Reinertrag		972 T€

Mit Tabelle B II:	5,5 % Liegenschaftszins	
(siehe Anhang)	70 Jahre Restnutzungsdauer	
	→ Vervielfältiger: 17,753304	
Ertragswert 1:	$972 \text{ T€} \cdot 17,753304$	17.256 T€

Auswirkungen Mindermiete:

Reinertrag	$-(20 - 15) \text{ €/m}^2, \text{ Mon.} \cdot 4.500 \text{ m}^2 \cdot 12 \text{ Mon.}$	-270 T€
Mit Tabelle B I:	5,5 % Liegenschaftszins	
(siehe Anhang)	15 Jahre Mindermietdauer	
	→ Vervielfältiger: 10,037581	

Ertragswert 2: $-270 \text{ T€} \cdot 10,037581 = -2.710 \text{ T€}$

Ertragswert:	Ertragswert 1	+	Ertragswert 2	
	17.256 T€		2.710 T€	14.546 T€

2.5.2 Beispielaufgabe 2

Problemstellung:

Ein Kaufhaus in der Stuttgarter Königstraße mit 10.000 m² Mietfläche ist langfristig (20 Jahre) an ein Modehaus vermietet. Der Mietzins beträgt für die Laufzeit des Mietvertrages fest 30 €/m², Mon. (netto kalt). Eine Studie des Einzelhandelsverbandes belegt, dass die heutige Marktmiete etwa 20 €/m², Mon. beträgt.

Was würden Sie als Kaufpreis bezahlen, wenn man annimmt, dass heute marktüblich etwa 10 % der Mieten für Bewirtschaftungskosten anzusetzen sind, die Erwerbsnebenkosten etwa 5 % betragen, der Liegenschaftszins mit 5 % und die Restnutzungsdauer mit 80 Jahren angesetzt werden kann (ohne Berücksichtigung des Bodenwertes)?

Lösung:

Rohrertrag	$20 \text{ €/m}^2, \text{ Mon.} \cdot 10.000 \text{ m}^2 \cdot 12 \text{ Mon.}$	2.400 T€
– Bewirtschaftungskosten	$-0,1 \cdot 2.400 \text{ T€}$	–240 T€
Reinertrag		2.160 T€

Mit Tabelle A II: 5 % Liegenschaftszins
(siehe Anhang) 80 Jahre Restnutzungsdauer
→ Vervielfältiger: 19,596460

Ertragswert 1:	$2.160 \text{ T€} \cdot 19,596460$	42.328 T€
----------------	------------------------------------	-----------

Auswirkungen Mehrmiete (Overrenting):

Rohrertrag:	$(30-20) \text{ €/m}^2, \text{ Mon.} \cdot 10.000 \text{ m}^2 \cdot 12 \text{ Mon.}$	1.200 T€
– Bewirtschaftungskosten	$-0,1 \cdot 1.200 \text{ T€}$	–120 T€
Reinertrag		1.080 T€

<http://www.springer.com/978-3-658-02018-7>

Projektentwicklung in der Immobilienwirtschaft

Grundlagen für die Praxis

Alda, W.; Hirschner, J.

2014, IV, 193 S. 43 Abb., Softcover

ISBN: 978-3-658-02018-7