

Inhaltsverzeichnis

1.	Einleitung	1
2.	Ökonomische Grundlagen.....	2
2.1	Bewertungszweck und Wertmaßstäbe bei Immobilien.....	2
2.2	Preis und Wert von Immobilien	5
2.3	Der Immobilienmarkt und das Bewertungsobjekt Immobilie	8
2.3.1	Wertbeeinflussende Eigenschaften von Immobilien.....	8
2.3.2	Struktur des Immobilienmarkts	11
2.4	Immobilienanalyse als Ausgangspunkt des Bewertungsprozesses	12
2.5	Exkurs: Berechnung der Mietfläche	15
3.	Rahmenbedingungen zur Bestimmung eines potentiellen Marktwertes von Immobilien	17
4.	Wertermittlungsverfahren zur Bestimmung eines potentiellen Immobilienwerts	19
4.1	Vorbemerkung.....	19
4.2	Vergleichswertmethode	19
4.3	Exkurs: Regressionsanalytische Vergleichswertermittlung	25
4.4	Performanceorientierte Bewertungsverfahren	28
4.4.1	Investmentmethode	28
4.4.2	Discounted-Cashflow-Methode	39
4.5	Sachwertverfahren	45
5.	Schlussbetrachtung.....	54
6.	Lernkontrollteil.....	56

1. EINLEITUNG

Im Rahmen der Bewertung werden unter dem Begriff *Immobilie* Grundstücke (Grund und Boden) oder Gebäude oder beides subsumiert. Hierbei zählen die mit dem Grund und Boden fest verbundenen Sachen zu den wesentlichen Bestandteilen eines Gebäudes.

Als Bewertungsgegenstand wird im Allgemeinen die funktionale Einheit Grundstück und Gebäude betrachtet. Lediglich wenn rechtliche Gegebenheiten oder der Bewertungszweck im Speziellen eine künstliche Wertaufteilung auf Grundstück und Gebäude erfordern, werden die Immobilienbestandteile separiert bewertet. Beispielsweise bedingt eine Immobilienbewertung auf Grundlage der deutschen WertV in aller Regel eine solche künstliche Aufteilung.

Im Vorfeld des Kaufs, Verkaufs oder Tauschs einer Immobilie spielen potentielle Preise und Werte eine zentrale Rolle. Daneben sind Wertfeststellungen zum Beispiel auch im Rahmen des Handels- und Steuerrechts oder im Versicherungswesen bedeutsam. Eine sachgerechte, am Bewertungszweck orientierte Wertermittlung liegt in diesen wie auch in anderen Fällen im Interesse aller Beteiligten.

Normalerweise ist der Marktpreis eines Vermögenswertes der beste Hinweis auf dessen Wert. Jedoch ist der Marktwert einer Immobilie in aller Regel nicht am Immobilienmarkt beobachtbar und muss deshalb anhand geeigneter Wertermittlungsverfahren berechnet werden. Dabei bedingen die inhärenten Eigenschaften von Immobilien und die Struktur des Immobilienmarktes als auch die damit verbundene Problematik der Datenerhebung, dass sich die Ergebnisse der angewendeten Wertermittlungsverfahren regelmäßig unterscheiden.

Insbesondere die Verlässlichkeit und Vollständigkeit der verwendeten Datenbasis sowie die Größenordnung der Zahlen bei der Immobilienbewertung bringt mit sich, dass Faktoren wie beispielsweise dem Kapitalisierungszinssatz bei Investment-Verfahren oder der Mietfläche bei Vergleichswert-Verfahren ein enormer Hebel zukommt. Geringe Änderungen dieser Parameter führen zu erheblichen Ergebnisveränderungen. Mithin verbirgt dies und der Sachverhalt, dass eine Vielzahl von wertrelevanten Größen bei der Wertermittlung von Immobilien auf Annahmen beruhen, die Gefahr, dass der Bewerter unabhängig vom verwendeten Verfahren zu "wunschgemäßen" Ergebnissen kommen kann.

Demzufolge handelt es sich bei einem Immobilienwert nicht um eine mathematisch exakt ermittelbare Größe. Infolgedessen ist es für den Bewerter unerlässlich, sich mittels einer hinreichenden Dokumentation des Bewertungsprozesses selbst abzusichern. Hierdurch wird gleichsam die Transparenz des Bewertungsprozesses gewährleistet. Denn bei der Wertermittlung von Immobilien stellen nicht die Verfahren selbst, sondern die Qualität der zur Verfügung stehenden Datenbasis das zentrale Problemfeld dar.

2. ÖKONOMISCHE GRUNDLAGEN

2.1 Bewertungszweck und Wertmaßstäbe bei Immobilien

Am Beginn jeder Immobilienbewertung muss sich der Bewerter die Frage stellen, welchem Zweck die Bewertung im Einzelnen dienen soll bzw. für welche Entscheidungssituation sein Bewertungsergebnis herangezogen wird. Denn anhand des Bewertungszwecks wird im Vorfeld des Bewertungsprozesses festgelegt, welche Wertdefinition zu Grunde zu legen ist und welche Wertermittlungsmethoden anzuwenden sind. Mithin ist der Bewertungszweck nichts anderes als die Aufgabenstellung des Bewerter.

In jedem Fall ist die maßgebende Aufgabenstellung bzw. der Bewertungsprozess im Gutachten festzuhalten, um spätere Missverständnisse auszuschließen. Der Bewerter grenzt damit seine Verantwortlichkeit ein: Er erklärt, dass seine Berechnungen (nur) für den festgehaltenen Bewertungszweck und den hierdurch festgelegten Bedingungskomplex gelten.

Die folgende Übersicht stellt *Bewertungszwecke* und *Wertmaßstäbe* tabellarisch gegenüber.

Bewertungszwecke		Wertmaßstäbe
rechtliche Bewertung (normierte Massenverfahren mit extremen Vereinfachungen und starker Objektivierung)	Bemessungsgrundlage für <ul style="list-style-type: none"> • Grunderwerbssteuer • Grundsteuer • Gewerbesteuer • Einkommenssteuer • Schenkungssteuer • etc. 	normierte Immobilienwerte <ul style="list-style-type: none"> • Bedarfswert • Einheitswert • gemeiner Wert • Steuerbilanzwert • Verkehrswert
Bilanzielle Bewertung (HGB / IFRS / US-GAAP)	Bestimmung der Buchwerte <ul style="list-style-type: none"> • Zugangsbewertung • Folgebewertung (Abschreibungen / Zuschreibungen) • Abgangsbewertung 	<ul style="list-style-type: none"> • Anschaffungskosten • Herstellungskosten • Fair Value (Zeitwert) • Nutzwert • Fortführungswert • (Indexierte Werte)
Steuerungsbezogene Bewertung (kein Vereinfachungs- und Objektivierungserfordernis)	Grundlage für <ul style="list-style-type: none"> • Verrechnungspreise • Flächen Allokation • Portfolioentscheidungen (Asset Allokation) • etc. 	<ul style="list-style-type: none"> • Nutzwert • Marktwert • (Diversifikationswert)
Sicherungsbezogene Bewertung	Grundlage für <ul style="list-style-type: none"> • Versicherungsbeiträge • Fremdkapitalkosten 	<ul style="list-style-type: none"> • Versicherungswert • Beleihungswert

Transaktionsbezogene Bewertung	Grundlage für <ul style="list-style-type: none"> • Kaufentscheidungen • Verkaufentscheidungen • Tauschentscheidungen 	<ul style="list-style-type: none"> • Käufergrenzpreis (Maximalpreis) • Verkäufergrenzpreis (Minimalpreis) • Einigungspreis (Schiedspreis) • Marktwert • Nutzwert
---	---	---

Tabelle 1: Bewertungszweck und Wertmaßstäbe

Der Bewertungszweck kann zunächst **rechtliche Ursachen** haben:

- Im *Steuerrecht* sind Bewertungen zur Ermittlung von Steuerbemessungsgrundlagen erforderlich. Im Rahmen steuerlicher Massenverfahren wird extrem vereinfacht und auch ganz stark objektiviert. Mithin werden steuerlich normierte Werte im Allgemeinen losgelöst von individuellen Gegebenheiten ermittelt. Beispielsweise stellt der Verkehrswert einer Immobilie nach WertV einen normierten Marktwert dar. Gleichwohl dürfen die normierten Verfahren zur Verkehrswertermittlung nicht mit denen hier im Skript näher erläuterten Wertermittlungsverfahren gleichgesetzt werden, da bei der Verkehrswertermittlung normierte Bewertungsabläufe eingehalten werden müssen, die den Handlungsspielraum des Bewerter rechtlich begrenzen. Der rechtlich bedingte Bewertungszweck bzw. gesetzlich normierte Wertermittlungsverfahren werden im Rahmen dieses Skripts nicht weiter betrachtet.
- Im *Bilanzrecht* sind Wertermittlungen für die Bestimmung von Buchwerten notwendig. Die Bewertung von bilanzierungsfähigen Vermögenswerten wurde früher im deutschen Kulturraum ausschließlich unter der Maßgabe des Vorsichts- und Realisationsprinzips durchgeführt. Hierbei stellen die (fortgeführten) Anschaffungs- oder Herstellungskosten eines Vermögenswerts den zentralen Wertmaßstab dar. Zugleich legen diese Kosten dessen Bewertungsobergrenze fest, da sich die Folgebewertung auf den Zeitpunkt der Anschaffung bzw. Herstellung bezieht. In diesem Kontext wird zum Zwecke der Bestimmung des Buchwerts des Immobilienbestandteils "Gebäude" versucht, dessen Verbrauch an wirtschaftlichen Nutzen durch die Nutzung vom Unternehmen möglichst zutreffend abzubilden. Nur etwaige außerplanmäßige Wertminderungsverluste, respektive deren Korrektur, werden bei diesem anschaffungskosten-orientierten Modell durch gegenwartsbezogene Zeitwerte erfasst.

Mit der Internationalisierung der Rechnungslegung bzw. mit der Implementierung von internationalen Rechnungslegungsnormen – IFRS – in das Handelsgesetzbuch, insbesondere für kapitalmarktorientierte Unternehmen, haben Unternehmen die Möglichkeit ihre Immobilienbestände auch anhand des Wertmaßstabs *fair value* zu bewerten. In diesem Zusammenhang wird der fair value einer Immobilie als ihr hypothetischer Marktwert bestimmt. Dies kann auf Grundlage der im Folgenden vorgestellten Wertermittlungsverfahren, die sodann noch um zweckadäquate Normvorgaben ergänzt werden müssen, erfolgen.

Die nächste Gruppe der Bewertungszwecke bezieht sich auf die **interne Steuerung** des Immobilienbestands eines privaten Investors oder eines Unternehmens. Beispielsweise sind in Deutschland die Rückversicherungen und Pensionskassen die größten institutionellen Investoren am Immobilienmarkt. Da Immobilien eine eigenständige Asset-Klasse bilden, werden in diesem Kontext Investments in Immobilien unter Diversifikationsgesichtspunkten bzw. zur Optimierung der Risiko-Ertragsstruktur ihres Portfolios getätigt (Asset Allokation). Handelt es sich hingegen beispielsweise um ein Produktionsunternehmen, das den Verbrauch des wirtschaftlichen Nutzens von eigen genutzten Immobilien zur Produktkalkulation bzw. zur Ermittlung von Verrechnungspreisen aufschlüsseln will, so wird es tendenziell seinen eigen genutzten Immobilienbestand durch Kosten-Nutzen Überlegungen steuern. Denn betrieblich genutzte Immobilien erzeugen Cash-Flow Beiträge, die weitgehend abhängig von anderen Vermögenswerten des Unternehmens anfallen und von den Risiken und Chancen der betrieblichen Leistungserstellung des Unternehmens beeinflusst werden.

Die **sicherungsbezogene Bewertung** umfasst einerseits die versicherungs-technische Bewertung als Grundlage zur Kalkulation von Versicherungsprämien. Soll beispielsweise der Versicherungswert einer Immobilie als Basis für die Gebäudeversicherung ermittelt werden, so bezieht sich der zu ermittelnde Wert in aller Regel nur auf den Immobilienbestandteil "Gebäude" (Wiederbeschaffungskosten), da Grund und Boden normalerweise nicht untergehen kann und im Eigentum des Versicherungsnehmers verbleibt. Hingegen ist die Berücksichtigung der Beseitigungskosten bzw. Abrisskosten für das Gebäude bei der Kalkulation dessen Versicherungswerts zweckadäquat. Soll andererseits eine Immobilie zum Teil mit Fremdkapital finanziert werden, so muss der Bewerter den Beleihungswert für eine Immobilie ermitteln, damit er aus diesem Wert die Beleihungsgrenzen und die Fremdkapitalkosten ableiten kann. Insbesondere ist bei der Beleihungswertermittlung zu berücksichtigen, dass die Immobilie als Kreditsicherheit dient: Der Gläubiger wird die Immobilie am Markt verkaufen, sofern der Schuldner seinen finanziellen Verpflichtungen nicht mehr nachkommen kann. Folglich wird der Beleihungswert unter der Maßgabe eines Zwangsverkaufs, der keine angemessene Vermarktungszeit der Immobilie gewährleistet, ermittelt. Diesem verkürzten Vermarktungszeitraum muss der Bewerter kalkulatorisch Rechnung tragen.

Der gängigste Bewertungszweck ist die **transaktionsbezogene Bewertung**. Im Allgemeinen liegt jeder wirtschaftlichen Transaktion das universale Streben nach Gewinnmaximierung zugrunde. Und zwar unabhängig davon, ob es sich um die Entscheidungsfindung hinsichtlich Kauf, Verkauf oder Tausch handelt. Zugleich lassen sich auch die vorangestellten Bewertungsanlässe mittelbar auf diesen Leitgedanken zurückführen.

Ein Unternehmer, der beispielsweise vor der Wahl steht, eine Betriebsstätte anzumieten, zu kaufen oder aber selbst zu errichten, wird – persönliche Präferenzen außer Acht lassend (Liebhaberei) – in der Regel die für ihn wirtschaftlichste, gewinnmaximierende Wahl treffen. Dasselbe gilt für einen Investor bei der Entscheidung für oder gegen eine Immobilieninvestition. Andere Marktteilnehmer (Entwickler, Mieter, Vermieter usw.) stehen vor ähnlichen Entscheidungssituationen und werden ebenso vom Streben nach Gewinnmaximierung beeinflusst.

Dieses fundamentale Streben bedingt, dass der Bewerter bzw. die von ihm angewendeten Wertermittlungsmethoden das Verhalten der einzelnen Marktteilnehmer und das Geschehen am Markt als wichtigen wertbeeinflussenden Bestandteil integrieren muss. Dabei soll der Marktbezug eine weitgehende Objektivierung der Wertermittlung sicherstellen.

Gleichwohl gibt es *den* richtigen Immobilienwert nicht. Da Wertermittlungen von Immobilien – analog zur Unternehmensbewertung – sehr unterschiedlichen Zwecken dienen können, ist der richtige Immobilienwert der jeweils zweckadäquate. Folglich sind aus der jeweiligen Zwecksetzung der Bewertung die anzuwendenden Verfahrensregeln abzuleiten. Es obliegt dem Bewerter auf Grundlage der Marktgegebenheiten eine Entscheidungsgrundlage für eine konkrete Situation bereitzustellen.

Im Rahmen dieses Skripts wird der Bewertungszweck auf die Bestimmung eines potentiellen Marktwerts anhand international gängiger Wertermittlungsverfahren fokussiert.

2.2 Preis und Wert von Immobilien

Bei der Existenz von vollkommenen und vollständigen Märkten entspricht der Marktpreis eines homogenen Vermögenswerts eindeutig seinem Marktwert. Dieser ist allgemeingültig als der Wert definiert, zu dem ein Vermögenswert zwischen sachverständigen, vertragswilligen und voneinander unabhängigen Geschäftspartnern getauscht werden könnte. In einem derartig informationseffizienten Markt reflektiert der Marktpreis bzw. -wert alle verfügbaren Informationen.

Allerdings existieren derartige Märkte in der Realität nicht. Sofern für einen zu bewertenden Vermögenswert der Marktpreis eines *gleichen* Vermögenswertes an einem liquiden Markt beobachtet werden kann, so stellt dieser Preis in der Regel den bestmöglichen substanziellen Hinweis für den tatsächlichen Marktwert des zu bewertenden Vermögenswertes dar. Diese Vorgehensweise kann bei auf Kapitalmärkten aktiv gehandelten finanziellen Vermögenswerten im Allgemeinen angewendet werden.

Hingegen ist dies bei dem nicht finanziellen Vermögenswert Immobilie infolge der Heterogenität von Immobilien in der Regel nicht möglich, da derartige Vermögenswerte nicht auf institutionalisierten Märkten gehandelt werden können. Und somit ist auch der Marktwert für eine Immobilie nicht mehr eindeutig definiert. Aufgrund dieser Tatsache muss der potentielle Preis einer Immobilie auf Grundlage eines zweckadäquaten Wertmaßstabes und geeigneter Wertermittlungsverfahrens unter der Maßgabe eines Marktbezugs bestimmt werden.

Im Folgenden bleibt nun zu klären, wie ein potentieller Preis einer Immobilie eigentlich zustande kommt:

Unter dem **Immobilienwert** versteht man einen *potentiellen Preis* der Immobilie. Der Preis einer Immobilie ist der Geldbetrag, den der Käufer zu entrichten hat und den der Verkäufer erlässt. Ein solcher Preis kann tatsächlich bei einer Markttransaktion (Marktpreis) gezahlt werden oder kann als ein potentieller Preis (bloß möglicher Preis) verstanden werden.

Potentielle Preise von Immobilien treten in zwei Grundformen auf: Grenzpreise und Einigungspreise (Schiedspreis). Welche Grundform für die Wertermittlung maßgeblich ist, hängt vom Bewertungszweck ab.

Unter dem **Grenzpreis** versteht man den Maximalpreis, den ein potentieller Käufer zahlen darf, bzw. den Minimalpreis, den ein Verkäufer Erlösen muss. Derartige subjektive Grenzpreise werden durch einen Ertragsvergleich ermittelt: Sowohl ein potentieller Käufer als auch ein potentieller Verkäufer stellen den Ertrag der zu bewertenden Immobilie dem aus ihrer jeweiligen individuellen, bestmöglichen alternativen Mittelverwendung resultierenden Ertrag gegenüber. Der Grenzpreis ist somit nichts anderes als der Preis der tatsächlich besten alternativen Mittelverwendung:

$$\text{potentiellerPreis} = \frac{\text{Ertrag(Immobilie)}}{\left. \frac{\text{Ertrag(Alternative)}}{\text{Preis(Alternative)}} \right\}} = \frac{\text{Ertrag(Immobilie)}}{\text{Kapitalisierungszins}}$$

Beispiel: Im einfachsten Fall sei beispielsweise angenommen, dass ein uniformer, unendlicher Nettozahlungsstrom von 10 GE (Geldeinheiten) aus einer zu bewertenden Immobilie resultiert und ein potentieller Verkäufer seine Barmittel alternativ zu einem Kapitalisierungszinssatz (Rendite) von 10 % anlegen kann. Folglich beträgt der Verkäufergrenzpreis (Minimalpreis) 100 GE. Dabei würde eine Grenzpreisunterschreitung für den Verkäufer irrationales Verhalten bedeuten: wenn er beispielsweise die zu bewertende Immobilie für 90 GE verkaufen würde, brächte ihm die alternative Mittelanlage nur noch einen Zahlungsstrom von 9 GE. Hingegen stellt sich der Verkäufer besser bzw. maximiert seinen Gewinn, wenn es ihm gelingt, seinen Grenzpreis zu überschreiten.

Kann der potentielle Käufer seine Barmittel alternativ nur zu 5 % bestmöglich anlegen, so beträgt sein Maximalpreis 200 GE ($10 \text{ GE}/0,05$) für die zu bewertende Immobilie. Der Käufer maximiert also seinen Gewinn, wenn es ihm gelingt, seinen Grenzpreis zu unterschreiten. Folglich muss der tatsächliche Preis der zu bewertenden Immobilie zwischen 100 GE und 200 GE liegen, denn jeder Preis innerhalb dieser subjektiven Preisgrenzen ist ein möglicher Immobilienwert.

Beispielsweise kann es interessieren, bei welchem zwischen den Verhandlungsgrenzen 100 GE und 200 GE liegenden Preis eine Einigung zwischen Käufer und Verkäufer zu erwarten ist. Dem Bewerter kann es obliegen, einen Vorschlag für einen solchen Schiedspreis zu unterbreiten. Da dieser Preis einen fairen Interessenausgleich zwischen potentiell Käufer und potentiell Verkäufer als Resultat simulierter, fairer Verhandlungen darstellen soll, könnte der Bewerter den potentiellen Einigungspreis z.B. in Höhe des fairen Mittelwerts auf 150 GE festlegen. Mithin geht es letztendlich nur um die Verteilung des „gemeinsamen Gewinns“.

Freilich hängt es in der Praxis vom Verhandlungsgeschick der Akteure ab, zu welchem Preis innerhalb des Intervalls eine konkrete Transaktion letzten Endes durchgeführt wird. Bei einer tatsächlich durchgeführten Transaktion entspricht der Einigungspreis dem Marktpreis einer Immobilie.

Da Grenzpreise den Bereich abstecken, in dem der Einigungspreis liegt, sollte im Allgemeinen die Grenzpreisermittlung der Schiedspreisermittlung vorausgehen. Allerdings kann aus Praktikabilitätsgründen der Schiedspreis auch indirekt ermittelt werden, wonach sich dieser an einem typisierten Marktwert der zu bewertenden Immobilie zu orientieren hat.

Dabei stützt sich die indirekte Schiedspreisermittlung auf folgenden Überlegungen: der sich bei einer konkret durchgeführten Transaktion ergebende Marktpreis einer Immobilie ist unumgänglich von individuellen, subjektiven Vorstellungen bzw. von dem Verhandlungsgeschick der beteiligten Geschäftspartner geprägt. Hierbei spielen deren tatsächliche Verhältnisse und die wirkliche Verwendung der Immobilie eine zentrale Rolle.

Im Gegensatz dazu kommt der Marktwert einer Immobilie (nicht zu verwechseln mit dem Immobilienwert) erst durch eine *Vielzahl* von subjektiven Marktpreisen im Tauschverkehr zustande und löst sich dadurch von individuellen Aspekten los. Mithin reflektiert der Marktwert die aggregierten Preisvorstellungen einer Gruppe von Marktteilnehmern. Insofern stellt ein potentieller Marktwert einen objektivierten Preis dar, der am wahrscheinlichsten am Markt erzielt werden kann.

Im Folgenden werden wir die auf subjektive Belange zugeschnittene Grenzpreisermittlung nicht weiter vertiefen. Stattdessen wird der Bewertungszweck auf die Ermittlung eines potentiellen Marktwerts im Sinne eines typisierten fairen Einigungspreises (indirekte Schiedspreisermittlung) fokussiert. Gleichwohl können durch eine zweckadäquate Modifikation der hierfür zugrunde liegenden Rahmenbedingungen (vgl. Kapitel 3) auch andere Bewertungszwecke abgeleitet werden.

2.3 Der Immobilienmarkt und das Bewertungsobjekt Immobilie

2.3.1 Wertbeeinflussende Eigenschaften von Immobilien

Immobilien stellen aufgrund ihrer inhärenten Eigenschaften eine relativ illiquide Investmentklasse dar. Um so wichtiger ist es für den Bewerter die negativ als auch positiv wirkenden objektspezifischen wertbeeinflussenden Faktoren einer Immobilie zu erkennen, damit er diese hinreichend in sein Bewertungskalkül einbeziehen kann. Die zentralen wertbeeinflussenden Eigenschaften von Immobilien sind die folgenden:

- **Standortgebundenheit:**

Die Immobilität ist das wesentliche Charakteristikum einer Immobilie und stellt gleichzeitig ihren zentralen objektspezifischen wertbeeinflussenden Faktor dar, da der Standort bzw. die Lage einer Immobilie der einzige Faktor ist, der nicht verändert werden kann. Die Qualität des Standortes bestimmt maßgeblich die Verkäuflichkeit bzw. die Vermietbarkeit einer Immobilie.

- **Heterogenität:**

Die Standortgebundenheit impliziert bereits die Heterogenität von Immobilien. Zum einen ist jeder Standort einzigartig und zum anderen unterscheidet die architektonische Gestaltung das eine von jedem anderen Gebäude. Deshalb gibt es im Allgemeinen keine wirklich gleichen Immobilien, es existieren nur ähnliche Immobilien. Objektübergreifende Vergleiche zwischen Immobilien sind daher unmittelbar nicht möglich.

- **Objektbezogene Bewertungsfaktoren:**

Grundstücksbezogene Faktoren wie Lage, Größe, Bodenbeschaffenheit und Zuschnitt bestimmen die Verwendbarkeit und Ausnutzung des Areals und tragen daher wesentlich zur Wertbestimmung bei. Beispielsweise können Altlasten den Wert einer Liegenschaft aufgrund der Beseitigungskosten drastisch schmälern und in Extremfällen sogar einen negativen Grundstückswert verursachen.

Gebäudebezogene Faktoren wie die aktuelle Gebäudeerschließung, der technische Stand und das Alter von haustechnischen Anlagen, Verwaltungskosten sowie laufende Mietverhältnisse wirken sich direkt auf die Betriebskosten und Mieterträge aus und beeinflussen somit fundamental den Wert einer Immobilie. Gleichsam muss der Bewerter auch Möglichkeiten einer Weiterentwicklung, Renovierung oder etwaigen Alternativnutzung in sein Bewertungskalkül einbeziehen. Auf jeden Fall sollte der Bewerter den Bebauungsplan, der für eine Immobilie die zulässigen planungsrechtlichen Kennziffern (Grundflächenzahl, Geschossflächenzahl, Vollgeschosse, Baumassenzahl etc.) und deren Nutzungsart enthält, auf diese Sachverhalte hin überprüfen. Gegebenenfalls muss der Bewerter durch Umnutzung bzw. Alternativnutzung bedingte Wertsteigerungspotentiale in sein Bewertungskalkül einbeziehen. Ist beispielsweise eine Immobilie gemäß planungsrechtlicher Vorgaben nicht maximal ausgenutzt, könnte eine Aufstockung um weitere Stockwerke den Wert der Immobilie trotz anfallender Baukosten auf Grund wesentlicher Zusatzmieterträge steigern.

- **Grundstücksbezogene Rechte und Belastungen:**

Zu den Bestandteilen einer Immobilie gehören nicht nur die Gebäude oder Außenanlagen, sondern auch die grundstücksbezogenen Rechte und Belastungen. Diese sind direkt an die Immobilie selbst gebunden und nicht an den jeweiligen Immobilieneigentümer. Zudem sind diese in der Regel im Grundbuch dokumentiert. Beispielsweise stellt eine Hypothek, ein Vorkaufsrecht oder ein langfristiger Mietvertrag unter der ortsüblichen Miete eine Belastung für eine Immobilie dar.

Die Einflüsse von existierenden Rechten und Belastungen einer Immobilie auf ihren Wert sind als Wertkorrekturen bei der Wertermittlung, beispielsweise durch Einbeziehung in Kapitalisierungsrechnungen, zu berücksichtigen. Sofern diese Rechte und Belastungen Gegenstand einer eigenen Wertermittlung sind, kann deren Wert durch Optionspreisüberlegungen bestimmt werden.

- **Immobilienart:**

Immobilien lassen sich nach ihrer Nutzungsart, die die aktuelle Nutzung von Immobilien angibt, grob in Wohn-, Gewerbe- und Sonderimmobilien unterteilen. Unter letzterem werden beispielsweise Hotels, Werften, Krankenhäuser etc. subsumiert. Ferner beeinflusst die Nutzungsart einer Immobilie direkt die Höhe der Mieterträge

- **Lebenszyklus:**

Infolge der rechtlichen Einheit von Grund und Boden und Gebäude ist ein Untergang der gesamten Immobilie nicht gegeben, da Grund und Boden in der Regel erhalten bleibt und somit eine unbeschränkte Nutzungsdauer hat. Hingegen ist die wirtschaftliche Nutzungsdauer des Gebäudes beschränkt. Diese endet, sofern die erwirtschafteten Erträge aus der Immobilie die mit ihr zusammenhängenden Kosten nicht mehr decken und eine Renovierung zu keinem anderen Verhältnis führt oder eine ertragsreichere Alternativnutzung gegeben ist.

- **Dauer des Entwicklungsprozesses:**

Die Entwicklung einer Immobilie von der Projektidee bis zur Fertigstellung dauert in Abhängigkeit von der Projektgröße zwischen zwei bis fünf Jahren. Das Immobilienangebot kann daher nur zeitverzögert auf etwaige Nachfragesteigerungen reagieren.

- **Hohe Transaktionskosten**

Immobilientransaktionen sind durch hohe Transaktionskosten gekennzeichnet. Diese entstehen bereits vor Vertragsabschluß beispielsweise infolge der aufwendigen Suche nach einem geeigneten Objekt oder in Form von Vermittlungsgebühren. Bei der Eigentumsübertragung fallen Grunderwerbsteuer (3,5% des Kaufpreises), Gebühren für die Grundbucheintragung (0,5 % des Kaufpreises), Notarkosten (0,2-1,5 %) und gegebenenfalls Maklerprovisionen von üblicherweise bis zu 5 % des Kaufpreises an. Hinzu können noch weitere Kosten kommen, wie Erschließungskosten und Kosten für Baugrunduntersuchung.

Infolge dieser besonderen Eigenschaften stellen Immobilien *Unikate* dar. Ihr potentieller Wert ist daher nur hypothetisch und auf Schätzungen beruhend bestimmbar.

2.3.2 Struktur des Immobilienmarkts

Aufgrund der Besonderheiten von Immobilien kann der Immobilienmarkt nicht als *ein* Markt, sondern nur als Summe einer großen Anzahl von Teilmärkten verstanden werden. Daher empfiehlt es sich für eine Analyse, ihn grob in *räumliche*, *sachliche* und *zeitliche* Teilmärkte zu strukturieren.

Diese **Teilmärkte** zeichnen sich dadurch aus, dass innerhalb eines Teilmarktes Angebot und Nachfrage auf Preisdifferenzen reagieren und zwischen einzelnen Teilmärkten keine Preisanpassung stattfindet. Jeder Teilmarkt hat demzufolge eine individuelle Angebots- und Nachfragestruktur. Die räumliche Teilmarktbildung wird durch das räumlich fixierte Immobilienangebot infolge der absoluten Standortgebundenheit bedingt. Die sachliche Strukturierung der Teilmärkte muss mindestens die unterschiedlichen Immobilienarten berücksichtigen. Daher müssen räumlich fixierte, sachliche Teilmärkte wenigstens in die Märkte für Wohn-, Gewerbe- und Sonderimmobilien (z.B. Hotels, Flughäfen, Krankenhäuser etc.) gegliedert werden. Darüber hinaus ist infolge des kurzfristig unelastischen Angebots an Immobilien eine zeitliche Unterscheidung je nach Analyseziel notwendig.

Aus **gesamtwirtschaftlicher** Sicht wirken auf den Immobilienmarkt bzw. dessen Teilmärkte insbesondere die Einflussfaktoren Konjunktur, Kapitalmarktzinsen, Inflation und staatliche Maßnahmen. Daneben existieren noch zahlreiche weitere Einflussfaktoren wie beispielsweise demographische Entwicklung, sozioökonomische Faktoren, technischer Fortschritt und zunehmende Internationalisierung. Allerdings überlagern sich diese Einflussfaktoren bzw. sind miteinander netzartig verknüpft, so dass keine dieser Determinanten monokausal die kurzfristige Entwicklung des Immobilienmarktes erklären kann. Zudem werden die jeweiligen Immobilienteilmärkte in unterschiedlicher Art und Weise von diesen beeinflusst und unterliegen somit eigenständigen Zyklen. Ferner wird der Immobilienmarkt entscheidend von seiner *Eigendynamik* getrieben, die die "normalen" Zusammenhänge außer Kraft setzt und die nicht prognostizierbar ist. Mithin kann es im Umfeld einer positiven Marktstimmung, verstärkt durch das kurzfristig unelastische Angebot, rasch zu einer "shortage illusion" (Spekulationsblase) am Immobilienmarkt kommen, die zu einer weiteren Nachfragesteigerung führt.

Der deutsche Immobilienmarkt ist im stärkeren Maße als der in Frankreich oder Großbritannien durch eine polyzentrische Struktur geprägt. Daher ist das Angebot und die Nachfrage nicht auf wenige Metropolen konzentriert, sondern dezentralisiert sich auf etliche eigenständige Ballungsräume, die sich zunehmend auf unterschiedliche Branchen fokussieren und sich somit nicht einheitlich entwickeln. Exemplarisch kann Frankfurt am Main mit dem Sektor Finanzdienstleistungen, München mit der EDV-Branche oder das Ruhrgebiet mit dem

Niedergang von Montanindustrien genannt werden. Diese Ballungsräume konkurrieren infolge der zunehmenden Internationalisierung und der Branchenfokussierung nicht vorrangig untereinander, sondern stehen in Konkurrenz mit internationalen Standorten gleichartiger Branchenausrichtung. Auf Grund dieser Entwicklung sind für gegenwärtige Wertschwankungen von Immobilien der Standort und die Qualität des Gebäudes ausschlaggebender als aktuelle Mietpreissteigerungen.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass sich infolge der aufgeführten Sachverhalte der Immobilienmarkt als solcher durch *geringe Markttransparenz* auszeichnet. Ein standardisierter Handel von Immobilien bzw. die Institutionalisierung des Immobilienmarktes ist daher nicht möglich. Er unterscheidet sich somit in erheblichem Maße von dem Idealbild eines vollkommenen Marktes.

Infolge der fehlenden unmittelbaren Beobachtbarkeit des Marktwerts einer Immobilie am Markt kann dieser lediglich als hypothetischer Marktwert mittels geeigneter Wertermittlungsverfahren bestimmt werden. Hierbei stellt jedoch die mangelnde Datenverfügbarkeit infolge der Unikats Eigenschaft von Immobilien und die unzureichende Transparenz des Immobilienmarktes das zentrale Problem dar.

2.4 Immobilienanalyse als Ausgangspunkt des Bewertungsprozesses

Bevor der potentielle Preis einer Immobilie anhand von Wertermittlungsverfahren bestimmt werden kann, müssen deren wertbeeinflussende Eigenschaften und die aktuellen Marktgegebenheiten infolge der unzureichenden Datenverfügbarkeit analysiert werden. Denn das Hauptproblem der Immobilienbewertung liegt nicht in den Verfahren der Bewertung selbst begründet, sondern in der Unsicherheit der benötigten Daten.

Die Generierung der Datenbasis erfolgt mittels der Durchführung einer Standort-, Teilmarkt-, Gebäude- und Mietanalyse für die zu bewertende Immobilie. Dabei werden die einzelnen Charakteristika, Potentiale und Schwächen der betrachteten Immobilie analysiert. Die durch diese Analysen generierten Informationen stellen die Datenrundlage für die darauf aufbauenden Wertermittlungsverfahren bzw. für die jeweilig zu schätzenden Inputgrößen dar. Daneben hängt der Detaillierungsgrad der einzelnen Basisanalysen entscheidend vom Bewertungszweck und vom anzuwendenden Wertermittlungsverfahren ab.

Der Zweck der **Standortanalyse** besteht in einer kritischen Beurteilung aller derzeitigen sowie in Zukunft absehbaren Gegebenheiten im räumlichen Umfeld – einschliesslich der Grundstücksstruktur – einer Immobilie. Die Standortanalyse setzt sich in der Regel aus der Beurteilung des Grundstückes und dessen unmittelbarer Umgebung (*Mikrostandort*) und des großräumigen Verflechtungsgebietes (*Makrostandort*) zusammen. Diese räumlichen Bezugsbasen werden für eine nutzungsspezifische Analyse weiter in "harte" Einflussfaktoren (quantifizierbare Kriterien) und in "weiche" Einflussfaktoren (schwer quantifizierbare Kriterien) unterteilt.

Das Ziel dieser Basisanalyse ist die Bestimmung des Bodenpreises auf Basis einer Beurteilung des Nutzenpotentials. Erfolgt die Wertermittlung einer Immobilie mittels eines zukunftsbezogenen Verfahrens, bei dem die Endwertbestimmung eine signifikante Inputgröße ist, so stellt die Analyse des Makrostandortes infolge der Standortgebundenheit von Immobilien und des zunehmenden internationalen Wettbewerbs der regionalen Wirtschaftsräume untereinander eine Schlüsselfunktion bei der Datengenerierung dar.

Die quantitative **Teil-Marktanalyse** verfolgt das Ziel die aktuelle Angebots- und Nachfragesituation anhand von Preisen durchgeführter Vergleichstransaktionen, Marktmieten und Leerständen zu beurteilen und als *Quadratmeterpreise* auszuweisen. Um einen Vergleich mit der zu bewertenden Immobilie zu ermöglichen, müssen die so generierten Marktinformationen noch an deren objektspezifische Kriterien durch Zu- oder Abschläge angepasst werden, um objektübergreifende Aussagen überhaupt erst ableiten zu können.

Die **Gebäudeanalyse** ist darauf ausgerichtet, die objektspezifischen architektonischen Gegebenheiten der zu bewertenden Immobilie im Hinblick auf die Qualität des baulichen Zustands und der Ausstattung zu beurteilen, sowie eventuelle Mängel oder Schäden festzustellen. Hierbei ist die *Analyse der Gebäudeeffizienz*, die in Bewirtschaftungseffizienz (Höhe der Nutzungskosten) und Flächeneffizienz (Anteil der vermietbaren Fläche an der Gesamtfläche) unterteilt werden kann, ein zentrales Beurteilungskriterium. Denn die Größe und die Nutzfläche untereinander entscheiden über die Funktionalität und Attraktivität der Mietfläche. Allerdings weichen Flächenangaben in Verträgen oftmals so drastisch voneinander ab, dass der Bewerter kritisch hinterfragen muss, auf welche Flächendefinition sich vorliegende Flächenangaben beziehen. Dies ist von fundamentaler Wichtigkeit, da die *vermietbare Gebäudefläche* als ein zentraler wertdeterminierender Faktor in die Wertermittlungsverfahren eingeht bzw. etliche weiterführende Wertermittlungsschritte auf dieser Zahl basieren. Gleichwohl existiert international kein einheitlich anerkanntes Schema für die Berechnung der vermietbaren Flächen. Deren Berechnung erfolgt unterschiedlich in Abhängigkeit von Standort und Marktsituation.

Im Rahmen der **Mietanalyse** wird für eine vermietete Immobilie einerseits die zugrunde liegende Mietvertragsstruktur analysiert, um etwaige Differenzen zwischen aktuellen Marktmieten und Vertragsmieten aufzudecken. Hierbei wird auch anhand der Mietverträge die vertraglich fixierte Schwankungsbreite der Cashflows im Zeitablauf ermittelt. Andererseits wird die Mieterbonität und der Mieter-Mix analysiert, um den Sicherheitsgrad der vereinbarten Cashflows zu bestimmen. Vor diesem Hintergrund lassen sich zwei Extremfälle konstruieren:

- Zum einen können die vereinbarten vertraglichen Mietzahlungen fixiert bzw. an die Veränderung der ortsüblichen Vergleichsmieten gekoppelt sein. In diesem Fall hängen die Mietzahlungen von der Entwicklung der Immobilienwirtschaft ab. Insofern reflektiert dieser Cashflow das Risiko des Immobilienmarktes
- Zum anderen sind auch Mietvertragsgestaltungen denkbar, bei denen die Mietzahlungen an die erwirtschafteten Cashflows des Mieters oder an andere objektspezifische Maßgrößen gekoppelt sind. Beispielsweise kann bei der Vermietung eines Hotels der Mietzins in Abhängigkeit von dessen Auslastungsgrad völlig variabel vereinbart werden. Der variable Mietzins spiegelt dann nicht die Risikobehaftung der Immobilienwirtschaft, sondern die des Hotelgewerbes wider. Bei diesem Sachverhalt übt der Eigentümer aus wirtschaftlicher Sichtweise die Position eines aktiven Anteilseigners aus.

Eine sorgfältige Mietanalyse ist für die Schätzung der zukünftigen Cashflows einer Immobilie unerlässlich. Bei nicht vermieteten Immobilien (Leerstand) werden in diesem Zusammenhang die aktuellen Marktkonditionen ermittelt, zu welchen diese vermietbar wäre. Im Grunde spiegelt die Vermietbarkeit einer Immobilie nichts anderes als ihre Standort-, Markt- und Gebäudequalität wieder.

Im Rahmen der Wertermittlung obliegt es dem Bewerter sowohl die Richtigkeit der zur Verfügung gestellten objektbezogenen Informationen und deren Vollständigkeit zu beurteilen als auch zweckadäquate Annahmen über das komplexe Zusammenspiel verschiedenster Faktoren auf Basis aller ausgewerteten, objektrelevanten Informationen zu treffen. Dabei ist eine Besichtigung vor Ort unabdingbar. Fehlen beispielsweise Mietvertragsnachträge oder sind die Flächenangaben des Auftraggebers inkorrekt, besteht die Gefahr, dass falsche Faktoren in die Wertermittlungsverfahren einfließen und sodann das Ergebnis verfälschen. Die Analyse einer Immobilie kann je nach Objekt sehr zeitintensiv sein. Man denke beispielsweise an die Bewertung eines großen Einkaufszentrums und die damit verbundene Auswertung von hunderten von Mietverträgen. Gleichwohl muss der Bewerter aus Praktikabilitätsgründen zwischen der Genauigkeit des Ergebnisses auf der einen Seite und des Datenerhebungsaufwandes auf der anderen Seite abwägen.

2.5 Exkurs: Berechnung der Mietfläche

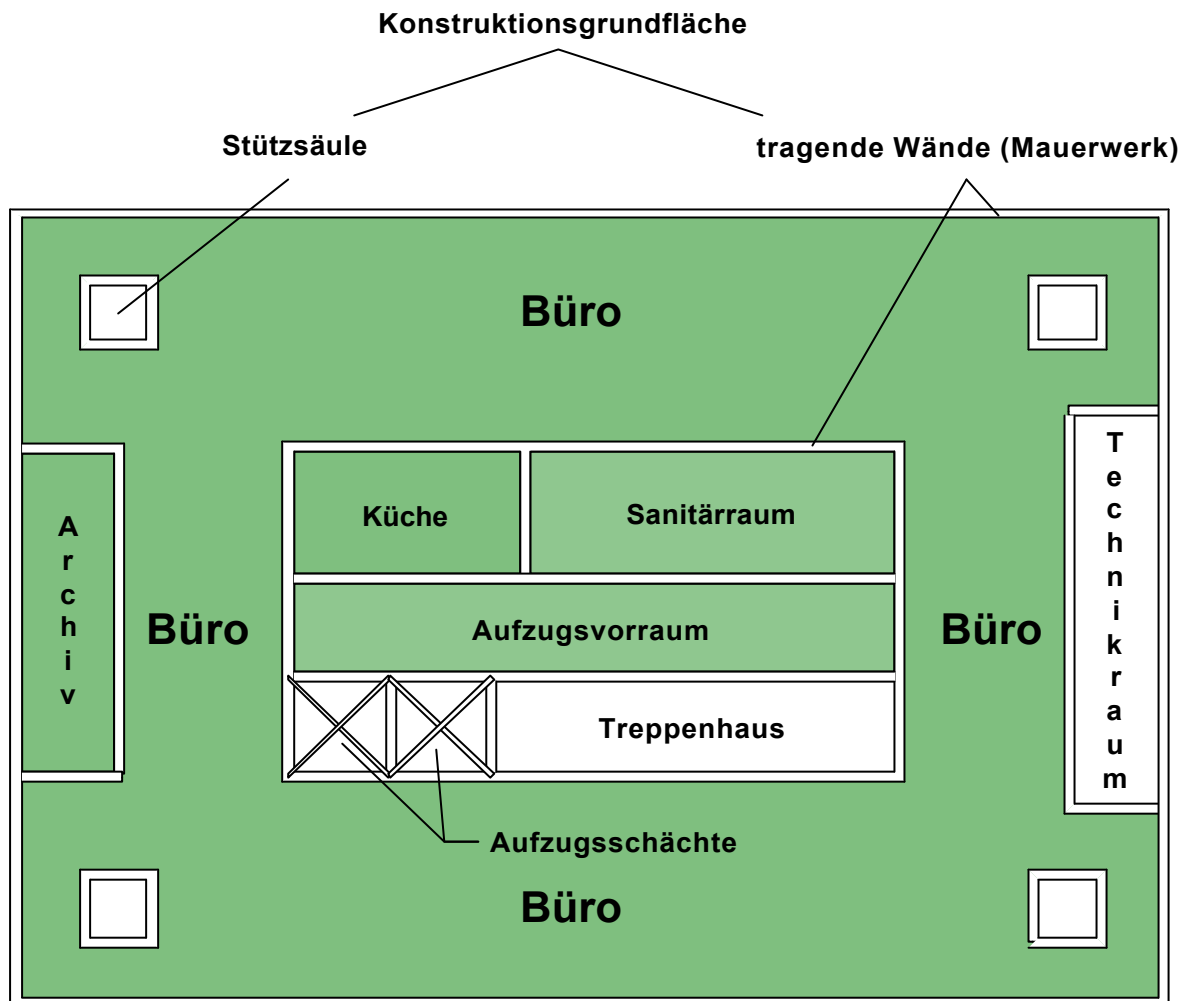
Die Größenangabe der Mietfläche eines Gebäudes ist einer der zentralen Punkte im Rahmen der Bewertung von Immobilien, da alle weiterführenden Berechnungen letztendlich auf dieser Zahl beruhen. Gleichwohl unterliegt die Mietflächenberechnung keiner einheitlichen Berechnungsdefinition. Flächenangaben weichen von Vertrag zu Vertrag und von Gebäude zu Gebäude oftmals so drastisch voneinander ab, dass im Vorfeld der Bewertung anhand der vorliegenden Flächenaufstellungen zunächst festzustellen ist, wie aus diesen Flächenangaben die vermietbare Fläche berechnet wurde. Welche Flächen der Bewerter sodann für seine eigenen Berechnungen zur Ermittlung der vermietbaren Fläche verwendet, muss er sachverhalts-abhängig selbst entscheiden. Hierbei darf er nur die durch den Markt vergüteten vermietbaren Flächen in die Wertermittlung einbeziehen.

Mietflächen werden in der Praxis abhängig von der Nutzungsart, Standort und Marktsituation häufig unterschiedlich berechnet. Beispielsweise wurde in vergangenen, aggressiven Vermietermärkten, also bei einer Immobilienknappheit im entsprechenden Teilmarkt, oftmals die *Bruttogrundfläche* als Mietfläche verwendet. Die Bruttogrundfläche besteht aus der Summe aller bebauten Flächen. Wird von der Bruttogrundfläche die Konstruktionsgrundfläche abgezogen, so erhält man die *Nettogrundfläche*, die üblicherweise bei der Vermietung von Industrieobjekten und Lagerhallen herangezogen wird. Da die Konstruktionsgrundfläche, d.h. Fläche von ortsgebundenen, tragenden Wänden und Stützen, vom Mieter nicht genutzt werden kann, ist die Verwendung der Nettogrundfläche als maximal nutzbare und somit vermietbare Fläche abhängig vom Bewertungszweck adäquat.

Die Nettogrundfläche kann weiter in Nutzfläche und Funktionsfläche unterteilt werden. Eine Fläche wird als *Nutzfläche* bezeichnet, wenn sie einem Mieter für die ausgewiesene Nutzung tatsächlich zur Verfügung steht. Wird beispielsweise eine Immobilie als Büro genutzt, so stellen die Büroflächen und die sonstigen zur Büronutzung geeigneten Flächen, wie Archiv, Kopierraum, Kantine etc., nutzbare Flächen dar. Hingegen ist bei *Funktionsflächen* die Flächennutzbarkeit gemäß ausgewiesener Nutzung nicht gegeben. Mithin werden in aller Regel Aufzugsschächte, Treppenhäuser und Technikräume bei der Mietflächenberechnung außer Acht gelassen. Hingegen erfolgt die Berücksichtigung von Sanitäreinrichtungen und von Aufzugsvorräumen uneinheitlich. Insbesondere im angelsächsischen Raum werden die zwei letzt genannten Funktionsflächen bei der Berechnung der vermietbaren Fläche nicht berücksichtigt.

Aufgrund unterschiedlicher Gebäudedesigns und verschiedener Gebäudeeffizienzen sind die tatsächlich zur Nutzung stehenden Flächen jeweils objektspezifisch zu definieren.

In der Graphik ist die Flächendarstellung eines typischen Büroobjektes abgebildet:



nutzbare Fläche / vermietbare Fläche



vermietbare Fläche oder Funktionsfläche



Konstruktionsfläche bzw. Funktionsfläche (nicht nutzbar)

Bruttogrundfläche - Konstruktionsfläche = Nettogrundfläche

und

Nettogrundfläche = Nutzfläche + Funktionsfläche

hierbei gilt: die Nutzfläche ist die minimal vermietbare Fläche
die Funktionsfläche ist die maximal vermietbare Fläche

Bei der Analyse von tatsächlich am Markt erzielten Büromieten kann der Bewerter zur Berechnung der durchschnittlich vereinbarten Quadratmetermiete davon ausgehen, dass diese sich aus Mietertrag dividiert durch die zweckadäquat ermittelte Mietfläche ergibt.

Freilich bestehen länderspezifische, normierte Richtlinien zur Mietflächenberechnung. Insofern muss der Bewerter die Richtigkeit der vorliegenden Flächenauflistungen gemäß der entsprechenden Normierung prüfen. Dennoch sind länder- und standortübergreifende Vergleiche von effektiven Marktmieten pro m² ohne einheitliche Mietflächenberechnung unmittelbar nicht möglich.

3. RAHMENBEDINGUNGEN ZUR BESTIMMUNG EINES POTENTIELLEN MARKTWERTES VON IMMOBILIEN

Da für Immobilien keine aktiven Märkte, an denen ihr Marktwert unmittelbar beobachtet werden kann, existieren, kann im Idealfall für eine Immobilie ihr hypothetischer Marktwert nur aus beobachtbaren Marktpreisen *ähnlicher* Immobilien durch etwaige Anpassungen abgeleitet werden. Andernfalls muss dieser geschätzt werden.

Damit ein **hypothetischer Marktwert** (objektivierter Tauschwert) den am wahrscheinlichsten am Markt zu erzielenden Preis reflektiert, muss der Bewerter bei der Wertermittlung folgende normative Vorgaben bezüglich dessen inhaltlicher Ausgestaltung einhalten. Dabei soll der Marktbezug eine weitgehende Objektivierung der Wertermittlung sicherstellen:

- Ein hypothetischer Marktwert ist als **typisierter Einigungspreis** zu bestimmen. Hierbei werden die tatsächlichen persönlichen Verhältnisse des gegenwärtigen Eigentümers grundsätzlich nicht in die Wertermittlung einbezogen: Es wird von einem fiktiven Eigentümer ausgegangen.
- Ein hypothetischer Marktwert ist der wahrscheinlichste Preis, der vernünftigerweise am relevanten Immobilien(teil)markt zum Bewertungsstichtag erzielt werden könnte. Die Ermittlung eines **vernünftigen Einigungspreises** bedingt sachverständige und vertragswillige Geschäftspartner. Diese werden folgendermaßen typisiert:
 - Ein *sachverständiger Geschäftspartner* ist angemessen informiert über die objektspezifischen Merkmale der betrachteten Immobilie und über ihre gegenwärtige Nutzung, respektive deren potentielle Nutzungsmöglichkeit. Zudem kennt er die Marktlage am Bilanzstichtag. Infolge der symmetrischen Informationsverteilung ist von einer Informationsverschleierung durch den Verkäufer oder mangelnde Selbstinformation des Käufers zu abstrahieren.

- Die *Vertragswilligkeit* setzt voraus, dass der potentielle Käufer zur Transaktion motiviert, aber nicht zu ihr gezwungen ist. Er bezahlt maximal den vom Markt geforderten Preis, der die aktuellen Marktgegebenheiten bzw. Markterwartungen reflektiert. Der Verkäufer ist an der Transaktion interessiert, aber auch nicht zu ihr gezwungen. Er verlangt den bestmöglichen Preis, der nach einem angemessenen Vermarktungszeitraum unter den aktuellen Marktgegebenheiten erzielbar ist.
- Es werden unabhängig handelnde Geschäftspartner unterstellt. Hierdurch werden durch Nebenabreden zustande kommende marktuntypische Transaktionspreise infolge spezieller Beziehungen zwischen den Geschäftspartnern ausgeschlossen.
- Des Weiteren dürfen Transaktionskosten, die dem fiktiven Eigentümer durch einen Verkauf oder eine andere Abgangsart entstehen würden sowie besondere Transaktionsumstände bei der Bestimmung eines hypothetischen Marktwerts nicht berücksichtigt werden, z.B. untypische Finanzierungsformen wie Sale-and-Leaseback-Vereinbarungen.
- Im Gegensatz zur potentiellen Nutzungsmöglichkeit der betrachteten Immobilie werden zukünftige Ausgaben zur Verbesserung oder Wertsteigerung und Finanzierungskosten nicht in die Wertermittlung einbezogen. Dasselbe gilt im Allgemeinen für subjektive Verwendungsabsichten und individuelle Erwartungen, um Umstände, die vom Markt nicht berücksichtigt werden, auszuschließen. Mithin werden nur die für Marktteilnehmer innerhalb eines konkreten Immobilienteilmarkts am Wertermittlungsstichtag relevanten wertbeeinflussenden Zustandsmerkmale einer Immobilie berücksichtigt. Dies schließt die Berücksichtigung der festgelegten Mieterträge aus dem gegenwärtigen Mietvertrag (Vertragsmiete) ein.
- Ferner sind grundsätzlich alle sonstigen Annahmen bei der Bestimmung eines hypothetischen Marktwerts zu unterstellen, die die Sicht des Marktes bzw. die aktuelle Marktlage am Bewertungsstichtag reflektieren.

Folglich muss der *hypothetische Marktwert* einer zu bewertenden Immobilie als künstliche Wertgröße weitgehend typisiert bestimmt werden. Daher ist der hypothetische Marktwert bloß ein objektivierter Preis, der am wahrscheinlichsten am Markt erzielt werden könnte (indirekte Schiedspreisermittlung). Insofern hat dieser *nicht* die Funktion eine Entscheidungsgrundlage für eine konkrete personenspezifische Situation bereitzustellen. Für derartige Bewertungszwecke sollte der Bewerter den Wertmaßstab Grenzpreis heranziehen. Freilich muss der Bewerter sodann obige normative Vorgaben noch in zweckadäquater Weise auf den konkreten Bewertungszweck anpassen. Letztendlich wird durch diese normativen Rahmenvorgaben nochmals der Sachverhalt umschrieben, dass die Begriffe Marktwert und Marktpreis bei dem heterogenen Vermögenswert Immobilie im Allgemeinen nicht identisch sind!

6. LERNKONTROLLTEIL

1. Was muss der Bewerter am Beginn jeder Bewertung festlegen und was wird hierdurch bezweckt?

Am Beginn jeder Immobilienbewertung muss der Bewerter vorab den Bewertungszweck festlegen. Denn anhand des Bewertungszwecks wird im Vorfeld des Bewertungsprozesses festgelegt, welche Wertdefinition zu Grunde zu legen ist und welche Wertermittlungsmethoden anzuwenden sind. Mithin ist der Bewertungszweck nichts anderes als die Aufgabenstellung des Bewerter.
2. Nennen Sie unterschiedliche Bewertungszwecke.
 - Steuerliche Bewertung
 - Bilanzielle Bewertung
 - Steuerungsbezogene Bewertung
 - Sicherungsbezogene Bewertung
 - Transaktionsbezogene Bewertung
3. Wie kann der schlechthin richtige Immobilienwert ermittelt werden?

Ein schlechthin richtiger Immobilienwert existiert nicht. Da Wertermittlungen von Immobilien sehr unterschiedlichen Zwecken dienen können, ist der richtige Immobilienwert der jeweils zweckadäquate.
4. Was ist der Unterschied zwischen dem Marktwert und dem Marktpreis einer Immobilie?

Der Marktpreis einer Immobilie ergibt sich bei einer konkret durchgeführten Transaktion und ist unumgänglich von individuellen, subjektiven Vorstellungen bzw. vom Verhandlungsgeschick der beteiligten Geschäftspartner geprägt. Hierbei spielen deren tatsächliche Verhältnisse und die wirkliche Verwendung der Immobilie eine zentrale Rolle. Im Gegensatz dazu kommt der Marktwert einer Immobilie erst durch eine Vielzahl von subjektiven Marktpreisen im Tauschverkehr zustande. Der Marktwert reflektiert die aggregierten Preisvorstellungen einer Gruppe von Marktteilnehmern. Insofern stellt ein potentieller Marktwert einen objektivierten Preis dar, der am wahrscheinlichsten am Markt erzielt werden könnte.

5. Ein Investor kann seine finanziellen Mittel alternativ zu 8% sicher anlegen. Wie viel dürfte er maximal heute für einen unendlich langen, sicheren Zahlungsstrom von 100 GE bezahlen?

Für diesen Zahlungsstrom darf der Investor maximal 1250 GE bezahlen.

6. Welches sind die zentralen wertbeeinflussenden Eigenschaften von Immobilien?

- Standortgebundenheit:
- Heterogenität
- Objektbezogene Bewertungsfaktoren
- Grundstücksbezogene Rechte und Belastungen
- Immobilienart
- Lebenszyklus
- Dauer des Entwicklungsprozesses
- Hohe Transaktionskosten

7. Welche der unter 6. genannten Eigenschaften spielt bei der Bewertung eine übergeordnete Rolle?

Die Standortgebundenheit ist das wesentliche Charakteristikum einer Immobilie da der Standort bzw. die Lage einer Immobilie der einzige Faktor ist, der nicht verändert werden kann. Mithin bestimmt die Qualität des Standortes maßgeblich die Verkäuflichkeit bzw. die Vermietbarkeit einer Immobilie.

8. Warum kann der Immobilienmarkt nur als Summe einer großen Anzahl von Teilmärkten verstanden werden und wodurch zeichnen sich Teilmärkte aus?

Bei Immobilien handelt es sich nicht um homogene Güter, sondern um Unikate. Für eine Analyse des Immobilienmarktes kann dieser grob in räumliche, sachliche und zeitliche Teilmärkte strukturiert werden. Diese Teilmärkte zeichnen sich dadurch aus, dass innerhalb eines Teilmarktes Angebot und Nachfrage auf Preisdifferenzen reagieren und zwischen einzelnen Teilmärkten keine Preis-anpassung stattfindet. Jeder Teilmarkt hat demzufolge eine individuelle Angebots- und Nachfragestruktur.

9. Was ist das zentrale Problem bei der Bewertung von Immobilien?

Das Hauptproblem der Immobilienbewertung liegt nicht in den Verfahren der Bewertung selbst begründet, sondern in der Unsicherheit der benötigten Daten. Die mangelnde Datenverfügbarkeit infolge der Unikatseigenschaft von Immobilien und die unzureichende Transparenz des Immobilienmarktes ist das zentrale Problem bei der Bewertung von Immobilien.

10. Nennen Sie die Basisanalysen, die zur Generierung einer verlässlichen Datenbasis durchgeführt werden sollten.

Die Generierung der Datenbasis für eine zu bewertende Immobilie erfolgt mittels der Durchführung einer Standort-, Teilmarkt-, Gebäude- und Mietanalyse. Dabei werden die einzelnen Charakteristika, Potentiale und Schwächen der betrachteten Immobilie analysiert. Die durch diese Analysen generierten Informationen stellen die Datenrundlage für die darauf aufbauenden Wertermittlungsverfahren bzw. für die jeweilig zu schätzenden Inputgrößen dar.

11. Nennen Sie normative Vorgaben die bei der Wertermittlung eines hypothetischen Marktwerts (am wahrscheinlichsten am Markt zu erzielenden Preis) einer Immobilie beachtet werden müssen.

- die tatsächlichen persönlichen Verhältnisse des gegenwärtigen Eigentümers und individuelle Erwartungen werden nicht berücksichtigt
- sachverständige und vertragswillige Geschäftspartner werden zugrunde gelegt
- unabhängig handelnde Geschäftspartner werden unterstellt
- die potentielle Nutzungsmöglichkeit der betrachteten Immobilie wird im Gegensatz zu zukünftigen Ausgaben zur Verbesserung oder Wertsteigerung berücksichtigt.
- keine ungewöhnlichen Transaktionsumstände werden berücksichtigt
- ferner sind grundsätzlich alle sonstigen Annahmen bei der Bestimmung eines hypothetischen Marktwerts zu unterstellen, die die Sicht des Marktes bzw. die aktuelle Marktlage am Bewertungsstichtag reflektieren

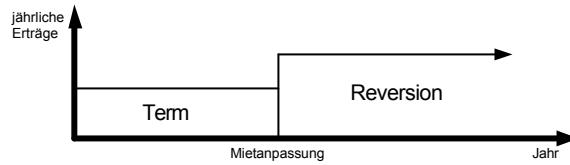
12. Bei welcher Art von Immobilien wird vorrangig das Vergleichswertverfahren angewendet?
- Das Vergleichswertverfahren wird vorrangig bei der Bewertung von „einfachen“ Immobilienarten (Büros, Wohnungen, Ein-/Mehrfamilienhäuser, etc.) und bei unbebauten Grundstücken angewendet, kann jedoch auch für die Bewertung von anderen Immobilienarten herangezogen werden. Des Weiteren wird diese Methode bei der Marktanalyse sowie zur Ergebnisüberprüfung einer anderen Methode eingesetzt.
13. Erläutern Sie die grundlegende Vorgehensweise bei der Vergleichswertmethode.
- Zur Wertermittlung wird die zu bewertende Immobilie einfach mit durchgeführten Markttransaktionen vergleichbarer Immobilien auf Basis der Bezugseinheit Quadratmeter oder anhand einer anderen sachgerechten Bezugseinheit (z.B.: Kubikmeter, bei einem Hotel Zimmer- oder Bettenanzahl, bei Restaurants Sitzplatzanzahl etc.) direkt verglichen. Der potentielle Marktwert (Kapitalwert) der zu bewertenden Immobilie ergibt sich sodann aus der Anzahl der Bezugseinheiten multipliziert mit dem ermittelten Marktwert pro Bezugseinheit.
14. Erläutern Sie den Begriff Bodenrichtwert.
- Bodenrichtwerte sind durchschnittliche Lagewerte, die auf Grundlage von Kaufpreissammlungen für abgegrenzte Gebiete mit gleichen Nutzungs- und Lageverhältnisse abgeleitet werden und sich auf einen Quadratmeter Bodenfläche beziehen. Obwohl diese Richtwerte in aller Regel auf Markttransaktionen basieren, ist es unerlässlich sie noch an die spezifischen wertbeeinflussenden Merkmale des betrachteten Grund und Bodens durch geeignete Zu- oder Abschläge anzupassen, da es sich bei diesen nur um bloße Richtwerte und nicht um Analysen handelt.

15. Bei welcher Art von Immobilien wird vorrangig die Investmentmethode angewendet?
- Diese Methode wird vorrangig bei der Bewertung von Investmentimmobilien angewendet. Also bei Immobilien, die nur für eine bestimmte Zeit als Kapitalanlage gehalten werden. Derartige Immobilien erzeugen Cashflows bzw. Erträge, die im Allgemeinen entweder aus Miet- oder Pachteinnahmen oder aus einer Wertsteigerung resultieren. Daneben kann die Investmentmethode genauso für andere Bewertungszwecke herangezogen werden.
16. Erläutern Sie die grundlegende Vorgehensweise bei der Investmentmethode.
- Bei diesem Verfahren wird die Risiko-Ertragsstruktur der zu bewertenden Immobilie erfasst, um anhand dessen deren Attraktivität beurteilen zu können. Da es sich bei dieser Methode um eine Kapitalisierungsrechnung handelt, wird im Allgemeinen der potentielle Marktwert einer Immobilie aus ihren kapitalisierten Nettoerträgen oder ihren Einzahlungsüberschüssen abgeleitet.
17. Welche zentrale Annahme liegt der Investmentmethode im einfachsten Fall zugrunde und wie lautet die mathematische Formel dazu?
- Dieser Methode liegt die zentrale Annahme zugrunde, dass die Immobilie einen zeitlich unbegrenzten, uniformen Nettomietstrom erwirtschaftet. Der potentielle Marktwert einer Immobilie wird hierbei als Kapitalwert auf Basis einer ewigen Rente berechnet.
- Formel:
- $$\text{Potentieller Marktwert} = \frac{\text{Nettomiettertrag}}{\text{Kapitalisierungszins}}$$
18. Welche Funktion kommt dem Kapitalisierungszinssatz zu?
- Der verwendete Kapitalisierungszinssatz muss alle objektspezifischen Risiken der zu bewertenden Immobilie und jegliche Immobilienmarktrisiken, die nicht bereits in deren Nettomietträgen berücksichtigt worden sind, erfassen. Zudem reflektiert dieser die Dynamik der Erträge.

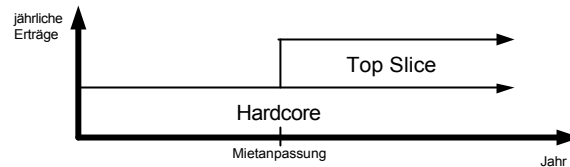
19. Was ist der grundlegende Unterschied zwischen einer All Risks Yield und einer objektspezifischen Rendite?
- Wird der Kapitalisierungszinssatz als All Risks Yield ermittelt, so wird bei dessen Bestimmung die Situation des Immobilienmarktes einbezogen. Hingegen wird bei objektspezifische Renditen das Immobilienmarktrisiko nicht explizit erfasst. Stattdessen wird der Kaufpreis der betrachteten Immobilie zu dem aktuellen (Netto-)Mietvertrag oder den zukünftigen (Netto-) Mieterträgen in Beziehung gesetzt.
20. Wodurch unterscheiden sich die Term-and-Reversion-Methode von der Hardcore- bzw. Layer-Methode?
- Bei der Term-and-Reversion-Methode wird der Nettomiettragsstrom vertikal (zeitlich) in zwei überschneidungsfreie Blöcke aufgespaltet. Hierbei ist charakteristisch, dass die Term-Periode als endlich und die sich daran anschließende Reversion-Periode als unendlich angenommen wird.
- Hingegen wird der Nettomiettragsstrom bei der Hardcore- bzw. Layer-Methode horizontal (sachlich) aufgespaltet. Hierbei ist die von Anfang an als unendlich angenommene Hardcore Schicht charakteristisch.
21. Wie ist in aller Regel die Situation am Immobilienmarkt, wenn die Vertragsmiete von gehäuft vielen Immobilien am Markt über der aktuellen Marktmiete liegt?
- Über Marktmiete vermietete Immobilien sind normalerweise in Märkten anzutreffen, deren Mietniveau gefallen ist. Ein fallendes Mietniveau bedeutet in der Regel Über Marktmiete vermietete Immobilien, dass ein Flächenüberangebot besteht. Mithin sollte der Bewerter in solchen Marktsituationen besonderes Augenmerk auf die Markt- und Mietanalyse legen.

22. Stellen Sie die Term-and-Reversion-Methode und die Hardcore- bzw. Layer-Methode bei

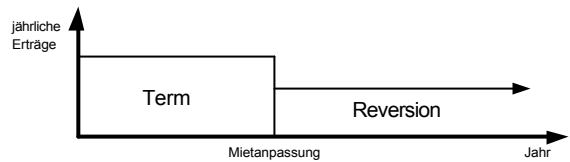
- unter Marktmiete vermieteten Immobilien
 - über Marktmiete vermieteten Immobilien
- graphisch dar.



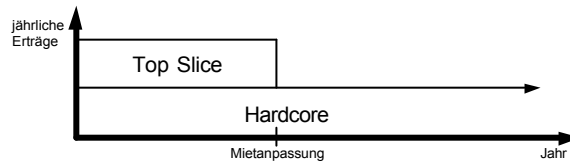
Graphik: Term and Reversion Modell bei unter Marktmiete vermieteten Immobilien



Graphik: Hardcore-Modell bei unter Marktmiete vermieteten Immobilien



Graphik: Term and Reversion Modell bei über Marktmiete vermieteten Immobilien



Graphik: Hardcore-Modell bei über Marktmiete vermieteten Immobilien

23. Erläutern Sie die 2 Phasen bei der Discounted-Cashflow-Methode.

Bei der ersten Phase (Detailplanungszeitraum) wird der aus der Immobilie resultierende zukünftige Mietertragsstrom und der durch diesen verursachte Aufwandsstrom unter Einbeziehung von Mietwachstum bzw. -schrumpfung und der sonstigen bewertungsrelevanten wertbeeinflussenden Faktoren detailliert ermittelt. Dieser Nettomietetragsstrom wird sodann auf den Wertermittlungsstichtag diskontiert.

Bei der zweiten Phase (Restwertbestimmung) wird ein konstanter, ewiger Nettomietetragsstrom unterstellt. Hierfür wird in der Praxis normalerweise der Nettomietetrags des auf den Detailplanungszeitraum folgenden Jahres

verwendet. Als Kapitalisierungszinssatz wird grundsätzlich die Anfangsrendite der betrachteten Immobilie herangezogen. Der Ertragswert der Immobilie bezogen auf den Endzeitpunkt der Detailplanungsperiode wird im Allgemeinen als ewige Rente berechnet. Faktisch wird hierbei der potentielle Marktwert, zu dem die betrachtete Immobilie am Ende der Detailplanungsperiode am wahrscheinlichsten verkauft werden könnte, berechnet. Allerdings muss der so ermittelte Restwert dann noch auf den Wertermittlungsstichtag diskontiert werden.

24. Welche Funktion hat der Kapitalisierungszinssatz?

Der Kapitalisierungszinssatz soll

- die künftigen Zahlungsmittelzuflüsse auf den Bewertungszeitpunkt diskontieren,
- die betrachtete Immobilie mit anderen Geldanlagen vergleichbar machen, und
- Risiken aufnehmen, die noch nicht durch die Zahlungsmittelströme (Nettoertragsstrom) erfasst worden sind.

Der Kapitalisierungszinssatz reflektiert nichts anderes als die aktuelle Marktbewertung hinsichtlich der Unsicherheit der Höhe und zeitlicher Verteilung des künftigen Nettoertragsstroms.

25. Bei welcher Art von Immobilien wird vorrangig das Sachwertverfahren angewendet?

Das Sachwertverfahren wird überwiegend für nicht marktgängige Immobilien, die so speziell in ihrer Art sind, dass sie nicht im offenen Markt gehandelt werden, angewendet. Solche Immobilien sind beispielsweise Ölraffinerien, Kirchen, Schulen, Krankenhäuser etc.. Gleichsam wird diese Wertermittlungsmethode für die Bestimmung der Wiederbeschaffungskosten bei der Bewertung von Immobilien zu Versicherungszwecken eingesetzt (Versicherungswert). Insbesondere findet es auch Anwendung bei der Bewertung von Immobilien, die sich in der Bauphase befinden bzw. bei der Berechnung der Neubaukosten.

26. Aus welchen Komponenten setzt sich der Sachwert einer Immobilie zusammen?
- Der Sachwert einer Immobilie setzt sich bei dieser Methode aus dem Bodenwert und dem heutigen Wiederherstellungswert für das Gebäude zusammen. Mithin wird bei dieser Methode die Immobilie nicht mehr als funktionale Einheit bewertet. Die Wertermittlung erfolgt für den Immobilienbestandteil Grundstück (Grund und Boden) und für den Immobilienbestandteil Gebäude separat.
27. Erläutern Sie wie beim Sachwertverfahren der Gebäudewert direkt ermittelt werden kann.
- Bei der direkten Bestimmung des Gebäudewerts wird von kalkulatorischen Neubaukosten, die für die Errichtung eines Gebäudes mit gleicher Nutzungsleistung am Bewertungsstichtag anfallen würden (Herstellungskosten), ausgegangen. Es ist nicht notwendig, das Gebäude kalkulatorisch identisch und mit gleicher Architektur wiederherzustellen. Das Gebäude muss lediglich die gleiche Nutzungsleistung aufweisen. Die so direkt ermittelten Herstellungskosten müssen noch um einen geschätzten Abschlag, der die funktionelle und ökonomische Veralterung des Gebäudes erfasst, korrigiert werden, um die Wiederherstellungskosten bzw. den Sachwert eines Gebäudes zu bestimmen.
28. Warum darf der Sachwert einer Immobilie nicht ohne weiteres mit ihrem potentiellen Marktwert gleichgesetzt werden?
- Beim Sachwert eines Gebäudes handelt es sich um Baukosten bzw. Herstellungskosten, die um einen gewissen Altersabschlag korrigiert wurden. Ob diese Ersatzbeschaffungskosten am Markt erzielt werden können, wird bei der Wertermittlung jedoch nicht berücksichtigt. Deshalb darf der Sachwert einer Immobilie nicht ohne weiteres mit ihrem potentiellen Marktwert gleichgesetzt werden, da die abnutzungsbereinigten Neubaukosten eines Gebäudes nicht notwendigerweise vom Markt vergütet werden. Denn Angebot und Nachfrage bestimmen den Marktwert einer Immobilie und hierbei sind bereinigte Baukosten an sich nicht maßgeblich.

29. Welche Vorgehensweisen sind zur Bestimmung des Marktwerts von sich im Bau befindlichen Objekten adäquat?

Für derartige Immobilien kommen im Allgemeinen zwei Vorgehensweisen in Frage:

- Ermittlung des Marktwerts des gesamten Objektes, als wäre es am Bewertungsstichtag bereits fertig gestellt, abzüglich der Fertigstellkosten

und/oder

- Ermittlung des Marktwerts des Grundstücks am Bewertungsstichtag zuzüglich der bisherigen Kosten der Entwicklung.

30. Welcher Sachverhalt entscheidet in aller Regel über die Vorgehensweise?

Ausschlaggebender Faktor für die Wahl der Berechnungsalternative ist der Entwicklungsstand der Bebauung. Ist die Bebauung als Rohbau fertig gestellt, wird in aller Regel die erste Methode angewendet. Bei einem geringeren Fertigstellungsgrad findet die zweit genannte Vorgehensweise Anwendung.