

nahmen nach §§ 7h oder 7i nicht durchgeführt; durch die wesentlich höheren Einstandspreise für die Bauträger müssten entweder die Gewinnspannen niedriger ausfallen oder die Verkaufspreise der einzelnen Wohnungen so hoch angesetzt werden, dass sich kaum noch Käufer finden würden.

Um dieser Fehlentwicklung entgegenzuwirken, sollte der Gesetzgeber die Förderhöhe an das regionale Preisniveau von Bestandsbauten koppeln. So könnte man gewährleisten, dass überzogene Kaufpreise bzw. Luxussanierungen eingedämmt würden und die Steuermittel besser verteilt würden.

3.5 Aufgabenstellung des Sachverständigen

Dem Sachverständigen kommt bei der Erstellung von Gutachten über steuerbegünstigte 7h-7i-Objekte eine *erhöhte Aufklärungspflicht* zu. Er wird sich im Rahmen einer Ankaufsberatung bzw. eines Ankaufsgutachtens bei der Wertermittlung den hohen Differenzen zwischen begünstigtem Ersterwerb und nicht begünstigtem Zweiterwerb stellen müssen.

Ohne die Einsicht in die emotional überzogenen Kaufpreise können diese Differenzen dem Auftraggeber nicht schlüssig dargestellt werden. Gänzlich Abstand nehmen sollte der Sach-

verständige angesichts der festgestellten überhitzten Marktlage der Ersterwerbe von den theoretischen Steuervorteilsrechnungen für diese Objekte. Sie sind mit den tatsächlichen Kaufpreisen nicht in Einklang zu bringen und gaukeln nur wirtschaftlich sinnvolle Entscheidungen vor. Diese Methodik wäre nur dann anwendbar, wenn sich auch der Markt entsprechend verhielte. Dem Sachverständigen bleibt nichts anderes übrig, als im konkreten Gutachtensfall eine eigene Marktuntersuchung vor Ort durchzuführen und daraus empirische Schlüsse zu ziehen.

Die Autoren empfehlen daher abschließend, im Gutachten beide Werte und die damit verbundene Divergenz auszuweisen, denjenigen für den Erstverkauf und den für den Wiederverkauf, und den Auftraggeber auf das erhöhte Verlustrisiko hinzuweisen.

Dipl.-Finanzwirt (FH), Dipl.-Betriebswirt (VWA),

Stephan Blum,

Dipl.-Finanzwirt (FH) Wolfgang Weiss,

SV für unbebaute und bebaute Grundstücke (BDB),

Werttax GmbH & Co. KG,

Hauptstr. 14, 88367 Hohentengen,

E-Mail: info@werttax.de, www.werttax.de

Eignet sich die Netto-Anfangsrendite als Diskontierungszinssatz?

Michael Münchehofe/
Ulrich Springer,
Berlin

Eine zunehmende Anzahl von Immobilienunternehmen bildet in der Rechnungslegung den Marktwert der Immobilien ab. Grundlage dafür sind die Regeln der internationalen Rechnungslegung, vor allem IAS 40, die diskontierte Cashflow-Prognosen zur Ermittlung des Marktwertes vorsehen. Die Diskontierung setzt die Feststellung des Diskontierungszinssatzes voraus. In der Praxis leiten Banken und Investment-Unternehmen fallweise aus der Netto-Anfangsrendite den Zinssatz ab. Dies führt bei unsachgerechter Anwendung zu fehlerhaften Wertansätzen.

1 Einleitung

Kapitalmarktorientierte Immobilienunternehmen richten ihre Rechnungslegung nach internationalen Vorgaben bzw. den International Financial Reporting Standards (IFRS). Dabei gilt für Immobilien, die als Finanzinvestition gehalten werden, die Rechnungslegungsvorschrift IAS 40. Nach IAS 40 Nr. 30 haben Unternehmen ihre als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien entweder nach dem Modell

- a) des beizulegenden Zeitwertes (= Fair value) oder
- b) des Anschaffungskostenmodells zu bewerten.

Bei a) sind die Immobilien zum Jahresabschlussstichtag mit dem beizulegenden Zeitwert zu bewerten. Bei b) können die Anschaffungskosten fortgeschrieben werden, jedoch ist

der beizulegende Zeitwert im Anhang zur Bilanz auszuweisen. Zusammengefasst ist nach IAS 40 zum Jahresabschluss immer die Feststellung des beizulegenden Zeitwertes notwendig. Die überwiegende Mehrzahl der publikumsorientierten Immobilienaktiengesellschaften, wie z. B. GAGFAH, IVG Immobilien, DIC Asset, Alstria Office, Deutsche Euroshop oder Deutsche Wohnen wenden IAS 40 an. Damit ist die Immobilienbranche Vorreiter der Fair value-Bewertung in Deutschland, denn in den Jahresabschlüssen Unternehmen anderer Wirtschaftszweige wird zurückhaltend Bezug auf den Fair value genommen.¹

¹ Küting, K./Zwirner, C./Reuter, M., Zur Bedeutung der Fair Value-Bewertung in der deutschen Bilanzierungspraxis, DStR 2007, 500.

Gemäß internationaler Bewertungsstandards (»International Valuation Standards«, IVS 2007²), IVA 1, Nr. 5.5 ist im Fall der Anwendung des IAS 40 der Wertbegriff des beizulegenden Zeitwertes (= Fair value) mit dem des Marktwertes gleichzusetzen. Nach IAS 40 Nr. 45 und Nr. 46 a) und b) ist der Marktwert im besten Fall über das Vergleichsverfahren zu ermitteln. Ist dies nicht möglich, sind nach IAS 40 Nr. 46 c) »diskontierte Cash-flow-Prognosen« bzw. DCF-Verfahren maßgeblich. Die Anwendung des Ertragswertverfahrens nach WertV³ oder des Income Capitalisation Models ist ersatzweise möglich.⁴ In der Praxis wird von der überwiegenden Mehrzahl der kapitalmarktorientierten Immobilienunternehmen das DCF-Verfahren angewandt.⁵

Im DCF-Verfahren ist der Zinssatz, mit dem die Zahlungsstrom-Prognosen auf den Wertermittlungsstichtag abgezinst werden, eine wertbestimmende Größe. Nach IVS 2007 GN 9, Nr. 3.1 ist ein Zinssatz zu wählen, der die Opportunitätskosten des Kapitals abbildet, d. h. die Kapitalrendite einer alternativen Investition mit ähnlichem Risiko. In der Literatur werden die Netto-Anfangsrendite, der interne Zinsfuß, ein kapitalmarktorientierter Zinssatz (= sicherer Zinssatz + Risikoprämie) und der Liegenschaftszinssatz als mögliche Zinssätze im DCF-Verfahren erörtert.⁶ Banken und Investmentunternehmen beziehen sich fallweise auf die Netto-Anfangsrendite, da sie in ihren Datenbanken über Vergleichswerte verfügen.

2 Definition Netto-Anfangsrendite

Im Juni 2007 hat gif⁷ die einzelimmobilienbezogene Netto-Anfangsrendite wie folgt definiert:

$$\frac{\text{Netto-Mieteinnahmen}}{\text{Brutto-Kaufpreis}}$$

Danach leiten sich die Netto-Mieteinnahmen aus der vertraglichen festgelegten Miete ohne Nebenkosten unter Abzug der nicht umlegbaren Bewirtschaftungskosten einer Immobilie ab. Zu den nicht umlegbaren Bewirtschaftungskosten zählen objektbezogene Verwaltungskosten, Kosten für Instandhaltung sowie sonstige Bewirtschaftungskosten, die immobilienbezogen vom Eigentümer dauerhaft zu tragen sind, wie z. B. Entgelte für Wegerechte. Das Mietausfallwagnis wird nicht zu den Bewirtschaftungskosten gezählt. Alternativ können anstelle von den tatsächlichen Netto-Mieteinnahmen »Soll-Mieten« im Zähler eingesetzt werden. In diesem Fall sind die Bezeichnungen »Netto-Mieteinnahmen (Soll)« im Nenner und im Ergebnis »Nettoanfangsrendite (Soll)« zu verwenden. Als Brutto-Kaufpreis gilt der Netto-Kaufpreis gemäß Kaufvertrag zuzüglich der üblicherweise anfallenden objektbezogenen Erwerbsnebenkosten bestehend aus Grunderwerbssteuer, Notar- und Gerichtsgebühren sowie ggf. Maklercourtage.

3 Netto-Anfangsrendite als Diskontierungszinssatz

Banken und Investmentgesellschaften veröffentlichen auf Grundlage einer statistisch belastbaren Anzahl von Verkaufs-

fällen Netto-Anfangsrenditen für regionale Märkte nach Büro-, Einzelhandels- und Wohnimmobilien.⁸ Für ihre Verwendung im DCF-Verfahren spricht, dass sie aus tatsächlich vollzogenen Grundstücksgeschäften ermittelt werden⁹ und gemäß Zielsetzung der IVS 2007, GN 9, Nr. 3.2, den Zinssatz aus dem Markt nachprüfbar und nachvollziehbar herleiten. Die Netto-Anfangsrendite spiegelt insgesamt die Anlage Risiken und -chancen wider.¹⁰ Chancen werden durch niedrige Netto-Anfangsrenditen ausgewiesen, die auf hohe künftige Wertsteigerungen deuten, d. h. eine über den Marktdurchschnitt liegende Steigerung der Nettokaltmieten.

4 Anforderungen an die Netto-Anfangsrendite

4.1 Annahmerelevanz

Im DCF-Verfahren kommen neben dem Diskontierungszinssatz weitere Variablen vor, die eine Einpreisung von Wertsteigerungen erlauben, vor allem die Annahmen zur Einnahmenentwicklung im periodischen DCF-Teil sowie die Berechnung des Restwertes nach Ablauf dieser Periode. Annahmen zur Netto-Anfangsrendite können nicht losgelöst von der Berechnung der übrigen Variablen im DCF-Verfahren gesehen werden. Beispiel: Die Nettoanfangsrendite für Berliner Mietwohnhäuser mit gutem Bauzustand in mittlerer Lage beträgt nach eigener Datensammlung derzeit ca. 4,5 %. Deutsche Wohnen AG errechnet den Marktwert ihrer Berliner Wohnimmobilien auf Grundlage eines Diskontierungszinssatzes von Ø 5,8 %.¹¹ Daran zeigt sich deutlich, dass DCF-Annahmen zu Mietsteigerungen oder zum Restwert einen Einfluss auf den Diskontierungszinssatz haben. Rechenmodelle, die hohe nominale Mietsteigerungen einplanen, gehen mit zusätzlichen Inflationserwartungen einher, die sich im Diskontierungszinssatz abbilden. Im DCF-

2 International Valuation Standards, 8th Edition, International Valuation Standards Committee, London 2007.

3 Frieß, R./Kormaier, B., Fair-Value-Ermittlung von Investment Properties mit Hilfe des Ertragswertverfahrens nach WertV?, DStR 2004, 2024.

4 Kormaier, B., Eignung des Income Capitalisation Model zur Fair Value-Ermittlung von Investment Properties nach IAS 40, Kapitalmarktorientierte Rechnungslegung (KoR) 2006, 378.

5 Zwischenbericht zum 1. Halbjahr 2007, IVG Immobilien AG, S. 9, 19.

6 Kümmel, J., Grundsätze für die Fair Value-Ermittlung mit Barwertkalkülen, Düsseldorf 2002, S. 139 ff.; Zülch, H., Die Bilanzierung von Investment Properties nach IAS 40, Düsseldorf 2003, S. 259–275; Baumunk, H., in: Weber/Baumunk (Hrsg.): IFRS Immobilien, München 2005, S. 71–98 (86–88); Ranker, D., Immobilienbewertung nach HGB und IFRS, Berlin 2006, S. 326–332; Petersen, H., DCF-Verfahren – Prognoseverfahren oder Verkehrswertermittlungsmethode, GuG 2006, 142; Huschke, C., Immobilienbewertung im Kontext der IFRS, Wiesbaden 2007, S. 137–148.

7 Rendite-Definitionen Real Estate Investment Management, gif – Gesellschaft für immobilienwirtschaftliche Forschung e.V., Juni 2007, Wiesbaden 2007.

8 Vgl. z. B. Marktbericht 2007, Eurohypo AG.

9 Baumunk, H./Behrendt, W., Discounted-Cash-Flow-Verfahren/Teil 2, Wie erhält man objektivierte Diskontierungszinssätze?, Immobilienzeitung Nr. 13 vom 21. 6. 2001, S. 10.

10 Zülch, H., a. a. O., S. 273.

11 Deutsche Wohnen, Roadshow London 20. 12. 2007, unter <http://www.deutsche-wohnen.de/files/London%20Roadshow%2020Dec07%20final.pdf>.

Verfahren beeinflussen sich folglich die Annahmen gegenseitig in ihrer Wirkung auf die Wertermittlung, ein Vorgang, der im Gutachten sachverständig einzuschätzen ist und den wir unter dem Begriff der »Annahmerelevanz« zusammenfassen.

Unter dem Gesichtspunkt der »Annahmerelevanz« stellt die Netto-Anfangsrendite keine befriedigende Lösung für die Wahl des Diskontierungszinssatzes dar. Die Nettoanfangsrendite ist das Ergebnis einer einperiodischen Betrachtung. Der Diskontierungszinssatz reflektiert im Gegensatz dazu die jahresscheibenbezogene Prognose zu Mietsteigerungen und Restwert in einem mehrperiodischen Modell. Netto-Anfangsrendite und Diskontierungszinssatz sind im Ausnahmefall vergleichbar, wenn jahresscheibenbezogen und im Restwert reale Werte abgebildet werden.

4.2 Marktabgrenzungen

Marktabgrenzungen bedürfen einer sachverständigen Einschätzung. Eine IA-Lage ist nicht mit einer IB-Lage oder einer Randlage zu vergleichen. Die Verwendung von Netto-Anfangsrenditen ohne Lagezuordnung oder Anpassung an die Lage erfüllen nicht die Maßgabe IVS 2007 GN 9, Nr. 3.1, dass der Diskontierungszinssatz eine Kapitalrendite mit ähnlichem Risiko abzubilden hat. In IB- und Randlagen bestehen standortbedingt grundsätzliche höhere Vermietungsrisiken und geringere Erwartungen ans Mietwachstum, Sachpunkte, die eine sachverständige Einschätzung und getrennte statistische Erhebungen erfordern. Dies gilt für alle Investmentmärkte und ohne Unterschied für Büro-, Einzelhandels- und Wohnmärkte. Wohnimmobilien in guten Wohnlagen oder Einzelhandelsstandorte in Stadtzentren verfügen gleichfalls über eine anderes Renditerisiko als Wohn- und Einzelhandelsimmobilien in Randlagen.

4.3 Wertermittlungsstichtage

Veränderte Erwartungen im Zeitverlauf erfordern eine sachverständige Einschätzung. Netto-Anfangsrenditen können sich stichtagsbezogen deutlich verändern. Als Beispiel für die Veränderung von Renditeprognosen gilt die Bewertung von deutschen Immobilienaktien im Jahresverlauf 2007. Infolge der »Subprime-Krise« und der Neubewertung von Risiken der Immobilienanlage ergeben sich neue Wertfeststellungen. So fällt beispielweise der Kurs der Immobilien AG mit der größten Marktkapitalisierung, die GAGFAH S.A., von 25 € im Dezember 2006 auf 12 € im Dezember 2007.¹² Parallel nehmen Transaktionen von großen Portfolios in der zweiten Jahreshälfte 2007 und Trophäenimmobilien spürbar ab, Anzeichen, dass zum bestehenden Preisniveau keine Käufer mehr einsteigen.

4.4 Ausschluss Asymmetrien

Außergewöhnliche oder aperiodische Aufwendungen im Jahr der Ermittlung der Nettonanfangsrendite verzerren diese. Dazu gehören ungewöhnlich hohe Vermarktungs- oder Umbaukosten¹³, hohe Leerstände¹⁴, Modernisierungstau oder »underrented« oder »overrented« Immobilien.

4.5 Einzelbewertungen

Bei Feststellungen des beizulegenden Zeitwertes nach IAS 40 bleiben gemäß IAS 40 Nr. 49 grundsätzlich Wertzu- oder -abgänge unberücksichtigt, die sich durch die Bildung von Portfolios ergeben. Werden im Fall von IAS 40 Netto-Anfangsrenditen verwendet, ist sicherzustellen, dass ihre Ableitung aus Einzelverkäufen erfolgt. In der Bilanz gilt das Prinzip der Einzelbewertung, unabhängig davon, ob der Jahresabschluss nach IFRS oder HGB aufgestellt wird. IVA 1 der IVS 2007, Nr. 6.8, empfiehlt für den Fall, dass Einzel- und Portfoliopreise auseinanderfallen, diese Wertunterschiede dem Auftraggeber getrennt vom Gutachten anzuzeigen.

5 Schlussfolgerungen

Prognosefehler ergeben sich bei Missachtung der Annahmerelevanz, wenn die einperiodische Kennzahl Nettoanfangsrendite als Diskontierungszinssatz im mehrperiodischen DCF-Modell übernommen wird, ohne die Wechselwirkungen zwischen den Prognosen für Mietsteigerungen, Restwert und Diskontierungszinssatz sachverständig zu berücksichtigen. Das Risiko der unsachgerechten Verwendung von Netto-Anfangsrenditen tragen Anleger und Banken, denn sie stellen ihr Kapital Dritten auf Grundlage der Wertermittlung zur Verfügung. Beim DCF-Verfahren handelt es sich um ein Prognoseverfahren, das aufgrund zahlreicher, sich gegenseitig beeinflussender Annahmen und Einschätzungen fehleranfällig ist.¹⁵

Umso wichtiger ist es, dass der verwendete Zinssatz einer sachverständigen wirtschaftlichen Einschätzung und einer nachvollziehbaren Erklärung im Gutachten erfährt. Dazu erscheint der Bezug auf den kapitalmarktorientierten Ansatz zur Bestimmung des Diskontierungszinssatzes unerlässlich, der den Zinssatz in eine Rendite für ein lang laufendes festverzinsliches Wertpapier öffentlicher Träger (»sicherer Zinssatz«) und eine Risikoprämie aufteilt.¹⁶ Über den kapitalmarktorientierten Ansatz lässt sich die Risikoprämie ermitteln, die in der Netto-Anfangsrendite abgebildet wird. Die Bestimmung der Risikoprämie ist wesentlich, denn nach IVS 2007, IVA 1, Nr. 3.2, hat der Diskontierungszinssatz die Kapitalrendite einer alternativen Investition mit ähnlichem Risiko abzubilden.

Dr. Michael Münchehofe, www.mudana.com
Dipl.-Ing. Ulrich Springer, www.sv-springer.de

12 Münchehofe, M., Börsenwerte von Immobilien sind Handelswerte, Immobilien & Finanzierung 2007, 730.

13 Zülch, H., a. a. O., S. 274

14 Huschke, C., Immobilienbewertung im Kontext der IFRS, Wiesbaden 2007.

15 Kleiber, W., Was sind eigentlich sog. internationale Bewertungsverfahren?, GuG 2004, 193 (199).

16 Münchehofe, M./Springer, U., Der Risikobezogene Ansatz der Immobilienbewertung (»RO-Verfahren«), GuG 2004, 257 (259).