

Bewertungsverfahren – DCF vs. deutsche Verfahren

EINIGE ANMERKUNGEN ZUR ANWENDUNG
BEI MARKTWERTEN UND INVESTORENWERTE

HELMUT KEBER, E&G VALUATION GMBH Im Mittelpunkt des Bewertungsgeschehens steht die Ermittlung des Marktwertes für unbebauten oder bebauten Grund und Boden unter den objektivierten Bedingungen einer Transaktion im gewöhnlichen Geschäftsverkehr. Die Definitionen des insofern gleichzusetzenden Verkehrswertes im deutschen Baugesetzbuch (§ 194 BauGB) und des international gebräuchlichen Marktwertes in den International Valuation Standards (IVS), im Red Book der RICS (Royal Institution of Chartered Surveyors) und in den Approved European Valuation Standards (Blue Book der TEGoVA) zielen immer darauf ab, dass es sich bei dem Marktwert um den geschätzten Betrag handelt, für den ein Vermögensgegenstand (die Immobilie) zwischen einem verkaufsbereiten Veräußerer, der für die Vermarktung ausreichend Zeit hat, und einem (beliebigen) kaufbereiten Erwerber übertragen werden sollte, wobei jeder Beteiligte mit Sachkenntnis, Umsicht und ohne Zwang handelt. Auch die Definitionen des Fair Value für Bilanzierungszwecke führen zur Ermittlung von Marktwerten.



Helmut Keber MRICS, Dipl.-Ing.,
CIS HypZert (F), E&G Valuation GmbH

Wie wird für den Marktwert vorgegangen?

Grundsätzlich geht es immer darum, aus Vergleichsfällen die relevanten Informationen für die zu bewertende Immobilie herauszuholen und Parameter zu verwenden, die offensichtlich von einer Vielzahl von Veräußerern und Erwerbern für die Preisbildung maßgeblich sind und daher als marktüblich angesehen werden. In der in Deutschland allgemein angewendeten (jedoch nur für die Gutachterausschüsse verbindlichen) Wertermittlungsverordnung (WertV) werden drei „klassische“ Bewertungsverfahren als normiert bezeichnet:

- Das Vergleichswertverfahren wird insbesondere für die Ermittlung von Bodenwerten und für gut untereinander vergleichbare Objekte (z. B. für Eigentumswohnungen und Standard-Reihenhäuser, üblicherweise zur Eigennutzung) verwendet. Abweichungen zwischen dem Bewertungsobjekt und den Vergleichsobjekten, deren Verkaufsdaten von den zuständigen Gutachterausschüssen der Gemeinden bzw. Landkreise zur Verfügung gestellt werden, sind gesondert zu berücksichtigen.

- Bei dem Sachwertverfahren werden der Bodenwert und der Bauwert (eine Beurteilung der Gebäudesubstanz unter der Berücksichtigung von vergleichbaren Herstellungskosten und Gebäudealter) addiert. Auch dieses Verfahren führt in der Regel nur bei eigengenutzten Immobilien zu marktgerechten Werten, wenn außerdem ergänzende Vergleichsauswertungen zur Marktanpassung in die Wertfindung einfließen.

- Bei renditeorientierten Immobilienankäufen, also insbesondere bei zur Vermietung vorgesehenen und geeigneten Wohn- und Gewerbeimmobilien, führt das Ertragswertverfahren zum Marktwert. Letztlich werden die Reinerträge (also die aktuell bekannten Marktmieten nach Abzug der Kosten, die der Eigentümer zu tragen hat) kapitalisiert. Mehr- oder Mindererträge aus der tatsächlichen Vermietung werden gesondert berücksichtigt. Im Vergleich mit der international gebräuchlichen Investmentmethode weist das normierte Ertragswertverfahren nach WertV Besonderheiten auf: Der Bodenanteil an den Erträgen wird separiert, der Gebäudeanteil über eine Restnutzungsdauer auf der Grundlage eines Liegenschaftszinssatzes kapitalisiert und abschließend der Bodenwert addiert (entspricht einer ewigen Bodenwertverzinsung). Die wesentlichen Bewertungsparameter (Liegenschaftszinssatz, korrespondierend mit der objektspezifischen Restnutzungsdauer) werden aus Vergleichskauffällen empirisch abgeleitet. Bei der Investmentmethode erfolgt die Kapitalisierung des gesamten Reinertrags auf

DCF kommt aus der betriebswirtschaftlichen Kalkulationsrechnung und führt wegen der investorenspezifischen Ansätze, die in die Berechnung einfließen, zunächst zu individuellen Investorenwerten.

ewig. Für den hierbei anzuwendenden Zinssatz (All-Risk-Yield) sind sämtliche Einflussfaktoren zu berücksichtigen (neben dem regionalen Marktgeschehen und den Renditeerwartungen auch Alter und Zustand des Objektes).

Weitere Verfahren wie das Liquidationswertverfahren (wenn Abriss und Neubebauung wirtschaftlich sinnvoll und genehmigungsfähig sind) und das Residualverfahren (zur Ermittlung von Bodenwerten auf der Grundlage einer Bebauung nach Abzug aller Aufwandskosten) sind nicht normiert, jedoch sowohl in Deutschland als auch international für entsprechende Bewertungsfälle gebräuchlich.

Was ist bei DCF anders?

Zunehmend wird das Discounted Cashflow-Verfahren (DCF) für die Bewertung von Immobilien angewendet. DCF kommt aus der betriebswirtschaftlichen Kalkulationsrechnung und führt wegen der investorenspezifischen Ansätze, die in die Berechnung einfließen, zunächst zu individuellen Investorenwerten. Bei der Immobilienbewertung geht es darum, ob mit DCF auch Marktwerte ermittelt werden können (also objektivierte Werte, die frei sind von investorenspezifischen Einflüssen).

Bei der Bewertung von Immobilien besteht DCF aus zwei Bausteinen:

■ Der Betrachtungszeitraum für die zu diskontierenden Zahlungsströme („discounted cash flows“) sollte objektbezogen im Hinblick auf die Laufzeiten von Mietverträgen ausgewählt werden und beträgt in der Regel zehn Jahre. Sämtliche Einnahmen und Ausgaben sind explizit aufzuführen und auf den Stichtag der Bewertung abzuzinsen.

Teilweise stehen hierfür die Mieten aus tatsächlichen Mietverträgen einschließlich eventueller Erhöhungsregelungen zur Verfügung. Bei Bestandsobjekten sind für die Ausgabenseite auch die Auswertungen bisheriger Bewirtschaftungskosten heranzuziehen. Grundsätzlich handelt es sich jedoch um Prognosewerte, deren tatsächliche Höhe nur eingeschränkt vorhersehbar ist. Geplante Investitionen für die Sanierung und Modernisierung, Umbaumaßnahmen nach dem Ende bestehender Mietverträge, Einnahmefälle und Vermarktungskosten bei Mieterwechsel usw. sind in der erwarteten Höhe im Voraus zu schätzen und anzusetzen. Veränderungen der Kosten, die sich über den Betrachtungszeitraum u. a. durch die Inflation ergeben, sind ebenfalls vorab zu schätzen und nominal zu verwenden.

■ Für das Ende des Betrachtungszeitraums ist ein Exitwert auf der Grundlage der üblichen Verfahren (Ertragswertermittlung, Investmentmethode) zu ermitteln, der ebenfalls auf den Bewertungsstichtag diskontiert wird. Wesentlich ist, sich hierbei auf die Marktpositionierung des Gebäudes zu beziehen, die für ein (in der Regel) zehn Jahre älteres Objekt erwartet wird.



Ein Investor hat hier die Möglichkeit, seine Strategie für die Vermarktung und gegebenenfalls Verwertung (z. B. zum Ende des Betrachtungszeitraumes) des Objektes abzubilden und auf der Grundlage der individuellen Renditeerwartungen die Zinssätze für die Diskontierung über den Betrachtungszeitraum und die Diskontierung des Exitwertes auszuwählen.

Das DCF-Modell basiert schließlich auf der Exaktheit der Kostenansätze.

Und was ist bei DCF zu beachten?

Deshalb ergibt sich zunächst ein Investorenwert, der nicht mit einem Marktwert auf der Grundlage der Definitionen verwechselt werden darf. Denn nur bei der Verwendung von marktüblichen Parametern, die sich aus tatsächlichen und vergleichbaren Kauffällen ergeben und für die „klassischen“ Bewertungsverfahren über verschiedene Quellen umfangreich zur Verfügung stehen, kann ein Marktwert ermittelt werden. Bei DCF sind wegen der umfangreichen Berechnungsmethodik mit einer Vielzahl von Einnahmen- und Ausgabenpositionen, der jeweiligen Verwendung von Prognosewerten für einen längeren Betrachtungszeitraum und des erheblichen Einflusses der gewählten Zinssätze auf die ermittelten Werte marktübliche Parameter aber kaum verfügbar. Nachfolgend daher einige Anmerkungen zu DCF-Berechnungen für die Bewertung von Immobilien:

■ Prognosen über einen Zeitraum von (in der Regel) zehn Jahren sind nur eingeschränkt möglich. Aber von der Treffsicherheit der Wertansätze für Einnahmen und Ausgaben geht ein erheblicher Einfluss auf den ermittelten Wert aus. Das DCF-Modell basiert schließlich auf der Exaktheit der Kostenansätze. Sämtliche Unsi-

cherheiten und Risikoerwartungen sind im Zinssatz abzubilden. Hierfür bilden aber das Ertragswertverfahren und die Investmentmethode eine besser belastbare Grundlage, da aktuell und objektabhängig recherchierbare Ansätze verwendet werden.

■ Teilweise werden für erwartete Mieteinnahmen, z. B. für Mietersteigerungen bei innerhalb des Betrachtungszeitraumes anstehenden Neuvermietungen, Wahrscheinlichkeiten geschätzt und durch prozentuale Ansätze (nur die Hälfte des Mehrertrags bei einer ge-

schätzten Wahrscheinlichkeit von 50%) in der Berechnung verwendet. Gerade bei Ausfallszenarien (z. B. hinsichtlich der Kündigung über Marktniveau abgeschlossener Mietverträge nach Ablauf fest vereinbarter Mietperioden) kann DCF daher sehr gut für die Simulation von Best Case- und Worst Case-Situationen genutzt werden. Für die Ermittlung von Marktwerten sind die sich ergebenden Bandbreiten aber kaum hinnehmbar.

■ Wenn bei der Überprüfung von DCF-Berechnungen im Vergleich mit tatsächlichen Kauffällen (und mit marktüblichen Ertragswertberechnungen) festgestellt wird, dass trotz eher hoch prognostizierter Einnahmen und eher niedrig angesetzter Ausgaben ein marktgerechter Wert ermittelt wird, da die Diskontierungszinssätze hoch gewählt wurden, dann wird die Schwierigkeit bei der Festsetzung dieser Zinssätze offenbar. Die Herleitung auf der Basis von Kapitalmarktzinsen mit Risikozuschlägen, die sich aus dem Immobilienmarkt und der Objektsituation ergeben, beinhaltet ein erhebliches Fehlerpotenzial. Geringe Abweichungen führen zu starken Wertschwankungen. Für die Ermittlung von Investorenwerten ist das zunächst unproblematisch, da der Investor in dem Zinssatz seine individuelle Zielvorstellung abbildet. Marktwerte müssen aber auf im Marktvergleich belastbaren Zinssätzen basieren.

■ Eine DCF-Berechnung führt sehr schnell zu einem umfangreichen Rechenwerk, das nur mit entsprechender Software zu beherrschen ist. Dadurch ist es aber auch für den Auftraggeber einer Bewertung kaum noch nachvollziehbar, ob die Objektangaben richtig übernommen wurden und die Annahmen plausibel sind.

Fazit:

Im deutschen Marktgeschehen sind Vergleichsparameter für DCF aus tatsächlichen Kauffällen in der Regel nicht verfügbar. Entsprechende Untersuchungen auf der Basis von Portfolios und Vergleichstransaktionen sind sehr aufwendig. Auch die Auswertungen z. B. im britischen Immobilienmarkt führen zu Vergleichswerten, die dann in Marktwertberechnungen nach der Investmentmethode einfließen. Für einzelne Teilmärkte insbesondere in den USA werden Auswertungen zu marktüblichen Diskontierungssätzen auch für DCF veröffentlicht, so dass eine bessere Transparenz entsteht und Vergleichswerte für die Ermittlung von Marktwerten recherchiert werden können.

Denn es bleibt der grundsätzliche Vorteil von DCF, dass die Zahlungsströme für mehrjährige Zeitperioden dargestellt werden und insbesondere die Auswirkungen von geplanten Modernisierungen und umfangreich anstehenden Neuvermietungen nachvollziehbar sind. Auch wenn es für die Ermittlung von Marktwerten unerlässlich ist, aus dem Markt abgeleitete Plausibilisierungen durchzuführen und entsprechende Verfahren hierfür anzuwenden, stellt das DCF-Verfahren eine für das Management einer Immobilie sinnvolle und für viele Investoren zur Entwicklung und Kontrolle ihrer Strategie unerlässliche Ergänzung dar. Die zunehmende Anwendung wird auch dazu führen, dass empirische Auswertungen und Methodenvergleiche den sicheren Umgang mit DCF im Hinblick auf marktgerechte Ansätze für die Ermittlung von Marktwerten stärken.

