

Francke · Rehkugler · Raffelhüschen · Wölflé

Immobilienmärkte und Immobilien- bewertung

3. Auflage



Vahlen

Francke/Rehkugler/Raffelhüschchen/Wölflé
Immobilienmärkte und Immobilienbewertung

Immobilienmärkte und Immobilienbewertung

herausgegeben von

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

Albert-Ludwigs-Universität Freiburg

Prof. Dr. Heinz Rehkugler

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

Prof. Dr. Bernd Raffelhüschen

Albert-Ludwigs-Universität Freiburg

Prof. Dr. Marco Wölfle

Center for Real Estate Studies der Steinbeis Hochschule

3., vollständig überarbeitete und erweiterte Auflage

Verlag Franz Vahlen München

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

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

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

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

ISBN Print: 978 3 8006 6291 3
ISBN E-Book: 978 3 8006 6292 0

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



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

Vorwort

Zum Inhalt des Buches

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

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

Das Buch besteht aus zwei Teilen:

Teil I

Immobilienanlage und Immobilienmärkte

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Teil II

Bewertung von Immobilien und Immobiliengesellschaften

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Freiburg, im April 2020

*Hans-Hermann Francke
Heinz Rehkugler
Bernd Raffelhüschien
Marco Wölfl*

Inhaltsübersicht

Vorwort	V
Abbildungsverzeichnis	XIX

Teil I Immobilienanlage und Immobilienmärkte

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

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

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

Teil II Bewertung von Immobilien und Immobiliengesellschaften

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

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

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1:	Differenzierungsmerkmale von Kapitalanlagen in Immobilien	5
Abbildung 2:	Vorteile der Verbriefung von Vermögensanlagen	9
Abbildung 3:	Anlagegegenstände und Anlagegrenzen Offener Immobilienfonds	34
Abbildung 4:	Wertentwicklung offener Immobilienfonds	38
Abbildung 5:	Entwicklung und Spannbreiten der Renditen offener Immobilienfonds	39
Abbildung 6:	Vermögensverluste liquidierter Fonds	40
Abbildung 7:	Renditen offener Immobilien-Spezialfonds nach dem SFIX	44
Abbildung 8:	Kursperformance von DAX und DIMAX 1/1989–12/2018	53
Abbildung 9:	Marktpotenziale für die Entwicklung von REITs in einzelnen Ländern	58
Abbildung 10:	Absolute und relative Häufigkeiten	66
Abbildung 11:	Absolute und relative Häufigkeiten	68
Abbildung 12:	Mietbeispiel – Relative Häufigkeitsverteilung	69
Abbildung 13:	Verteilungstypen	69
Abbildung 14:	Verschiedene Klasseneinteilungen	70
Abbildung 15:	Verschiedene Verteilungsformen	70
Abbildung 16:	Normierte relative Häufigkeiten	71
Abbildung 17:	Gegenüberstellung relative Häufigkeiten und normierte relative Häufigkeiten	71
Abbildung 18:	Renditen von fünf Aktien	74
Abbildung 19:	Arithmetisches Mittel bei klassierten Werten	76
Abbildung 20:	Simpsons Paradoxon	77
Abbildung 21:	Formeln zur Berechnung der Mittelwerte der Lage	78
Abbildung 22:	Nettokaltmieten	78
Abbildung 23:	Wertentwicklung einer Kapitalanlage	79
Abbildung 24:	Renditen Europa – USA	84
Abbildung 25:	Häufigkeitstableau mit relativen Häufigkeiten	86
Abbildung 26:	Wahrscheinlichkeiten von Renditen	93
Abbildung 27:	Wahrscheinlichkeitsverteilung von Renditen	93
Abbildung 28:	Normalverteilung	95
Abbildung 29:	Normalverteilungen für Deutschland und Malaysia	96
Abbildung 30:	Standardnormalverteilung	97
Abbildung 31:	Streuungsdiagramm	98
Abbildung 32:	Werte der Verteilungsfunktion der Standardnormalverteilung	99
Abbildung 33:	Regressionsgerade	100
Abbildung 34:	Regressionsgerade der Renditen	102

Abbildung 35:	Regressionsgeraden	102
Abbildung 36:	Aufspaltung der Streuung	103
Abbildung 37:	Zeitreihenkomponenten	106
Abbildung 38:	Umsätze und gleitende Mittelwerte mit verschiedenen Periodenlängen k	108
Abbildung 39:	Umsatz und gleitende Mittelwerte	108
Abbildung 40:	Mietspiegelverbreitung in den Kommunen	119
Abbildung 41:	Doppelter Einfluss von Mieten auf den Mietspiegel	132
Abbildung 42:	Verluste an Ertragswert für Vermieter in Hamburg durch die Einführung der Mietpreisbremse	133
Abbildung 43:	Mietspiegelerstellung bei einem Bezugszeitraum von vier Jahren mit schwankenden Mieten	134
Abbildung 44:	Mietspiegelerstellung bei einem Bezugszeitraum von vier Jahren mit Aufwärtstrend	135
Abbildung 45:	Übersicht Kaltmieten Hamburg	137
Abbildung 46:	Gesamtbarwert nicht ausgeschöpftes Mietpotenzial je Euro, Monat und Quadratmeter	138
Abbildung 47:	Bevölkerungsentwicklung bis 2030 relativ zum Basis- jahr	150
Abbildung 48:	Bevölkerungsentwicklung bis 2060 relativ zum Basis- jahr	151
Abbildung 49:	Regionale Altenquotienten im Jahr 2015	154
Abbildung 50:	Regionale Altenquotienten im Jahr 2030	155
Abbildung 51:	Regionale Altenquotienten im Jahr 2060	156
Abbildung 52:	Entwicklung der Haushaltszahlen bis 2030 relativ zum Basisjahr	157
Abbildung 53:	Entwicklung der Haushaltszahlen bis 2060 relativ zum Basisjahr	158
Abbildung 54:	Regionale Rentnerhaushaltsquotienten im Jahr 2015	163
Abbildung 55:	Regionale Rentnerhaushaltsquotienten im Jahr 2030	164
Abbildung 56:	Regionale Rentnerhaushaltsquotienten im Jahr 2060	165
Abbildung 57:	Entwicklung der Gesamtnachfrage bis 2030 relativ zum Basisjahr	170
Abbildung 58:	Entwicklung der Gesamtnachfrage bis 2060 relativ zum Basisjahr	171
Abbildung 59:	Preisentwicklung für Einfamilienhäuser bis 2030 rela- tiv zum Basisjahr	175
Abbildung 60:	Preisentwicklung für Zweifamilienhäuser bis 2030 relativ zum Basisjahr	176
Abbildung 61:	Preisentwicklung für Mehrfamilienhäuser bis 2030 relativ zum Basisjahr	177
Abbildung 62:	Preisentwicklung für Einfamilienhäuser bis 2060 rela- tiv zum Basisjahr	178
Abbildung 63:	Preisentwicklung für Zweifamilienhäuser bis 2060 relativ zum Basisjahr	179
Abbildung 64:	Preisentwicklung für Mehrfamilienhäuser bis 2060 relativ zum Basisjahr	180

Abbildung 65:	Korrelation von Realkapitalpreisen und Staatsschulzinsen	183
Abbildung 66:	Rendite unterschiedlicher Assetklassen im Jahr 2016 ...	184
Abbildung 67:	Entwicklung der Price-Rent Ratios (I)	233
Abbildung 68:	Entwicklung der Price-Rent Ratios (II)	234
Abbildung 69:	Entwicklung der Price-Rent Ratios (III)	234
Abbildung 70:	Entwicklung der Price-Rent Ratios (IV)	235
Abbildung 71:	Entwicklung der Price-Income Ratios (I)	237
Abbildung 72:	Entwicklung der Price-Income Ratios (II)	237
Abbildung 73:	Entwicklung der Price-Income Ratios (III)	238
Abbildung 74:	Entwicklung der Price-Income Ratios (IV)	238
Abbildung 75:	Entwicklung der Affordability (I)	240
Abbildung 76:	Entwicklung der Affordability (II)	240
Abbildung 77:	Entwicklung der Affordability (III)	241
Abbildung 78:	Entwicklung der Affordability (IV)	241
Abbildung 79:	Preise für Wohnimmobilien nach Städtegruppen in Deutschland	244
Abbildung 80:	Vergleich der Entwicklung von Einzelindikatoren zur Beurteilung von Wohnimmobilienpreisen	245
Abbildung 81:	Das System der Finanzierung selbstgenutzten Wohneigentums in den USA	257
Abbildung 82:	Konjunkturverlauf (Outputgap) und reale Hauspreise ..	259
Abbildung 83:	Überliquidisierung der Weltfinanzmärkte	262
Abbildung 84:	New Structure of Financial Supervision	267
Abbildung 85:	Entwicklung der Hauspreise im OECD-Durchschnitt im Vergleich zur Erschwinglichkeit und BIP-Wachstum (1996–2016)	278
Abbildung 86:	Preisentwicklung für Wohnimmobilien in Deutschland (2004–2017)	279
Abbildung 87:	Mietpreisentwicklung für Wohnraum in Deutschland (2004–2017)	280
Abbildung 88:	Transaktionsrückgang bei steigenden Geldumsätzen ..	282
Abbildung 89:	Miet- und Kaufpreisniveau in den Gemeinden im Berliner und Frankfurter Umland in Relation zur jeweiligen Kernstadt, 2018	288
Abbildung 90:	Dichtefunktion bei normalverteilten Renditen	304
Abbildung 91:	Ausfallwahrscheinlichkeit	305
Abbildung 92:	Value-at-Risk (VaR)-Ansatz	306
Abbildung 93:	Miet- und Wertänderungsrenditen deutscher Immobilien	309
Abbildung 94:	Gesamtrendite US-amerikanischer Immobilien	310
Abbildung 95:	Renditen von Offenen Immobilien-Publikumsfonds im Vergleich zur Inflationsrate	312
Abbildung 96:	Wertentwicklung von Offenen Immobilien-Publikumsfonds	313
Abbildung 97:	Wertentwicklung von Offenen Immobilien-Spezialfonds	314

Abbildung 98: Fondsvermögen und Anzahl an Offenen Immobilienfonds	316
Abbildung 99: Wertentwicklung von US-REITs und des S&P 500	318
Abbildung 100: Risiko-adjustierte Performance von US-REITs und ausgewählten US-Aktienmarktsegmenten	319
Abbildung 101: Risikoreduktion im Fall von zwei Kapitalanlagen	320
Abbildung 102: Risikoreduktion durch Diversifikation	321
Abbildung 103: Effizienzlinie bei Mischung reiner Immobilienportfolios	325
Abbildung 104: Sharpe-Ratios von Mixed-Asset-Portfolios mit und ohne Währungsabsicherung im Zeitablauf	328
Abbildung 105: Zonale Bodenrichtwerte (Auszug aus der Bodenrichtwertkarte der Bundeshauptstadt Berlin 2009)	386
Abbildung 106: Berücksichtigung der Ertragsentwicklung	404
Abbildung 107: Aussagekraft des Liegenschaftszinses	406
Abbildung 108: Typische Liegenschaftszinssätze	408
Abbildung 109: Auf- und Abschichtung	412
Abbildung 110: Überblick über die DCF-Verfahren zur Bestimmung des Netto-Unternehmenswerts	418
Abbildung 111: Zusammensetzung des Brutto-Unternehmenswerts nach den DCF-Ansätzen	420
Abbildung 112: Kalkulationsschema für die Ermittlung der jährlichen Cashflows	424
Abbildung 113: Zusammenstellung der Plan-Daten des Beispiels	435
Abbildung 114: Berechnung der Freien Cashflows für die Jahre 1 bis 6 (ohne Restwert in $t = 6$)	437
Abbildung 115: Herleitung des verzinslichen Fremdkapitals und des Fremdkapitalgeber-Cashflows bei wertorientierter Finanzierung aus den Ergebnissen des WACC-Ansatzes bei Anwendung des Rollback-Verfahren	442
Abbildung 116: Herleitung der jährlichen Freien Cashflows Brutto und Netto bei wertorientierter Finanzierung	445
Abbildung 117: Cashflow der Kreditfinanzierung und Verlauf des Werts des Bankkredits (autonome Finanzierung)	447
Abbildung 118: Freie Cashflows bei vollständiger Eigenfinanzierung für den Planungszeitraum $t = 1$ bis $t = 10$ (ohne Restwert in $t = 10$)	448
Abbildung 119: Verlauf des Buchwerts der Immobilie	448
Abbildung 120: Berechnung des jährlichen Steuervorteils der Fremdfinanzierung	449
Abbildung 121: Herleitung der Vermögens- und Kapitalstruktur mit Marktwerten bei autonomer Finanzierung aus den Ergebnissen des Adjusted Present Value-Ansatzes bei Anwendung des Rollback-Verfahren	450
Abbildung 122: Ergebnisse für die Kapitalkostensätze für den WACC-, den Total Cashflow- und den Flow to Equity-Ansatz	452
Abbildung 123: Herleitung der jährlichen Freien Cashflows Brutto und Netto bei autonomer Finanzierung	452

Abbildung 124: Netto-Wert für die Immobilie nach dem Rollback-Verfahren für den Flow to Equity-Ansatz (autonome Finanzierung)	453
Abbildung 125: Kapitalbindungsverlauf gemäß Brutto-Investitionsrentabilität aus Sicht der Gesamtkapitalgeber (Fall 2 des Beispiels)	458
Abbildung 126: Berechnung der jährlichen Barwertsumme des gebundenen Gesamtkapitals mithilfe des Rollback-Verfahrens (Fall 2 des Beispiels)	458
Abbildung 127: Zusammenstellung der durchschnittlichen Brutto- und Netto-Investitionsrentabilitäten nach WACC- und Flow to Equity-Ansatz für Fall 2 des Beispiels (autonome Finanzierungspolitik)	459
Abbildung 128: Ergebnisse der Sensitivitäts- und der Break Even-Analyse	461
Abbildung 129: Monte Carlo-Simulation für den Kapitalwert	462
Abbildung 130: Die verschiedenen Möglichkeiten zur Berücksichtigung von Gewinnsteuern in Wirtschaftlichkeitsrechnungen	470
Abbildung 131: Berücksichtigung von Finanzierungseffekten im Steuer- und Finanzierungs-Cashflow	472
Abbildung 132: Standard- und Zinsmodell in der Barwert- und Endwertvariante	474
Abbildung 133: Ermittlung des Endvermögens mit Hilfe des Vollständigen Finanzplans	475
Abbildung 134: Die Netto-Methode in der Barwert- und Endwertvariante bei vollständiger Eigen- und bei vollständiger Fremdfinanzierung (Annahme: einheitliche Anlage- und Finanzierungszinssätze)	477
Abbildung 135: Integrierte Bilanz- und Erfolgsplanung und daraus abgeleitete Cashflow-Rechnung (Annahme: einheitliche Anlage- und Finanzierungszinssätze)	478
Abbildung 136: Die Netto-Methode in der Barwert- und Endwertvariante bei gemischter Finanzierung (Annahme: unterschiedliche Anlage- und Finanzierungszinssätze)	479
Abbildung 137: Integrierte Bilanz- und Erfolgsplanung und daraus abgeleitete Cashflow-Rechnung (Annahme: unterschiedliche Anlage- und Finanzierungszinssätze)	480
Abbildung 138: Vollständige Finanzpläne im Nicht-Steuer- und Steuerfall bei Fremdfinanzierung	483
Abbildung 139: Zins- und Tilgungsplan in der Nominal- und der Effektivrechnung	487
Abbildung 140: Integrierte Bilanz- und Erfolgsplanung	489
Abbildung 141: Vollständiger Finanzplan mit Nebenrechnung zur Ermittlung der Steuern	491
Abbildung 142: Kapitalwert und Vermögensendwert gemäß Netto-Methode	494

Abbildung 143: Differenzierung zwischen Investition und Finanzanlage gemäß Netto-Methode	495
Abbildung 144: Kapitalwert und Vermögensendwert gemäß Zinsmodell für die Immobilieninvestition	498
Abbildung 145: Nebenrechnung für die Ermittlung der Steuerzahlungen nach dem Zinsmodell für die Immobilieninvestition	499
Abbildung 146: Bestimmung des Internen Zinsfußes auf Basis des Zinsmodells für die Immobilien- und Finanzinvestition insgesamt durch lineare Interpolation	502
Abbildung 147: Grundstruktur des hedonischen Ansatzes	514
Abbildung 148: Hedonische Modellierung von Immobilien	518
Abbildung 149: Merkmal als Dummy-Variable	522
Abbildung 150: Simulation von Bodenrichtwerten	524
Abbildung 151: Bildung eines Indikators	525
Abbildung 152: Tobins q als Bindeglied zwischen Bestands- und Neubaumarkt	529
Abbildung 153: Bestandsimmobilien: Preis- vs. Renditeperspektive	532
Abbildung 154: Baugenehmigungen, durchschnittliches und marginales q (Baden-Württemberg).....	537
Abbildung 155: Schätzungen zur Erklärung der Immobilieninvestition .	537
Abbildung 156: Schätzungen zur Erklärung der Immobilieninvestition .	539
Abbildung 157: Informationsgehalt des lokalen q-Wertes.....	541
Abbildung 158: Aussagekraft von q_m in der Fläche	542
Abbildung 159: Bestandspreis und Reproduktionskosten 1971–2018	543
Abbildung 160: Baugenehmigungen (linke Skala) und Tobins q (rechte Skala), 1971–2018.....	544
Abbildung 161: Tobins q normiert (Durchschnitt 1989–2008 = 100)	545
Abbildung 162: Typisierung ausgewählter Multiplikatoren	562
Abbildung 163: Zusammenhang von P/E-Ratio und Dividend Discount Model (DDM)	563
Abbildung 164: Schema zur Ableitung des FFO aus Jahresabschlüssen nach IFRS.....	567
Abbildung 165: Schema zur Berechnung der EPRA Earnings	568
Abbildung 166: Unternehmenswert als Summe unverbundener Ertragswerte	571
Abbildung 167: Berechnungsschema des EPRA NAV	578
Abbildung 168: Premiums/Discounts zum NAV für europäische Immobiliengesellschaften	586

Teil I

Immobilienanlage und Immobilienmärkte

Indirekte Kapitalanlagen in Immobilien – Anlagespektrum, Produktcharakteristika, Marktattraktivität

Prof. Dr. Heinz Rehkugler

1

Kapitelübersicht

1.1	Immobilieninvestments: Übersicht	5
1.2	Formen der indirekten Immobilienanlage	10
1.2.1	Das KAGB als Rechtsrahmen für Investmentvermögen	11
1.2.2	Geschlossene Immobilien-Publikumsfonds	13
1.2.2.1	Investmenttypus und rechtliche Grundkonstruktion	14
1.2.2.2	Die steuerliche Grundkonzeption	16
1.2.2.3	Immobilien-Auslands-Fonds	19
1.2.2.4	Attraktivität für private Anleger	20
1.2.2.4.1	Renditen	20
1.2.2.4.2	Risiken	22
1.2.2.4.3	Fungibilität	24
1.2.2.4.4	Verwaltbarkeit	25
1.2.2.4.5	Gesamtbild	26
1.2.3	Geschlossene Immobilien-Spezialfonds (Real Estate Private Equity Fonds)	27
1.2.4	Offene Immobilien-Publikumsfonds	29
1.2.4.1	Die Krise offener Immobilienfonds als Auslöser für die Neuregulierung	30
1.2.4.2	Rechtliche Konstruktion	31
1.2.4.2.1	Organe	32
1.2.4.2.2	Anlagevorschriften	33
1.2.4.2.3	Bewertung der Vermögensgegenstände und der Anteile	34
1.2.4.2.4	Rücknahme der Anteile	35
1.2.4.3	Steuerliche Vorschriften	36
1.2.4.4	Attraktivität für Anleger	37
1.2.4.4.1	Rendite	37
1.2.4.4.2	Risiken	38

4 1 Indirekte Kapitalanlagen in Immobilien

1.2.4.4.3	Fungibilität	40
1.2.4.4.4	Verwaltbarkeit	41
1.2.4.4.5	Gesamteinschätzung	41
1.2.5	Offene Immobilien-Spezialfonds	41
1.2.5.1	Rechtliche und steuerliche Rahmenbedingungen	41
1.2.5.2	Attraktivität für Investoren	42
1.2.6	Immobilienaktiengesellschaften und REITs	45
1.2.6.1	Rechtliche Konstruktion und Abgrenzung gegenüber anderen Aktienanlagen	45
1.2.6.2	Steuerliche Behandlung	46
1.2.6.3	Real Estate Investment Trusts (REITs)	47
1.2.6.3.1	Begriff und Besonderheiten der Konstruktion	47
1.2.6.3.2	Der G-REIT	49
1.2.6.4	Die Attraktivität von Immobilien-AGs und REITs für Anleger	51
1.2.6.4.1	Rendite	51
1.2.6.4.2	Risiko	53
1.2.6.4.3	Fungibilität	54
1.2.6.4.4	Verwaltbarkeit	54
1.2.6.4.5	Gesamteinschätzung	54
1.2.7	Fonds auf Immobilienprodukte	55
1.3	Marktstrukturen und Marktpotenziale	55
1.4	Literaturverzeichnis	60

1.1 Immobilieninvestments: Übersicht

Der Kapitalanlage in Immobilien kommt national wie international große Bedeutung zu. Die Möglichkeiten einer Kapitalanlage in Immobilien sind vielfältig. Zu ihrer Systematisierung bietet sich eine mehrdimensionale Betrachtung an, wie sie in Abbildung 1 skizziert ist. Nach der **Art** der Immobilie und dem dominanten **Zweck** ihrer Nutzung lassen sich Wohnimmobilien (Ein- und Mehrfamilienhäuser), gewerbliche Immobilien (Büros, Einzelhandel, Industrie, Hotel und Gaststätten, Freizeit- und Erholungseinrichtungen, Spezialgebäude wie Krankenhäuser, Universitäten etc.) sowie land- und forstwirtschaftliche Flächen und Gebäude unterscheiden. Mischungen mehrerer Nutzungszwecke sind oft Folge bewusster anlagepolitischer Gestaltung großer Immobilienprojekte, was am Beispiel der Urban Entertainment Center besonders deutlich wird. Für den Wert und die Verwertbarkeit einer Immobilie ist zusätzlich ihr **Zustand** bei Erwerb wichtig. Danach kann zwischen neuen und gebrauchten Objekten sowie zwischen unmittelbar nutzbaren und noch fertig zu stellenden, zu sanierenden oder umzubauenden Immobilien differenziert werden.

Die Motive einer Anlage in Immobilien, die damit verfolgten Ziele, der präferierte Immobilientyp und vor allem die Anlagevolumina sowie – daraus

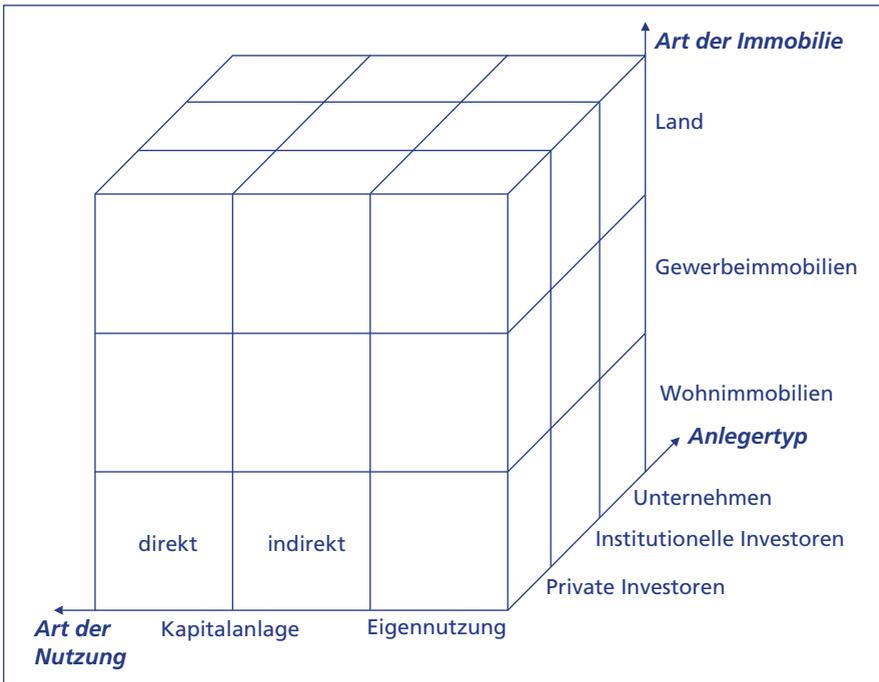


Abbildung 1: Differenzierungsmerkmale von Kapitalanlagen in Immobilien