

Marlies Brunner (Hrsg.)

Kapitalanlage mit Immobilien

Marlies Brunner (Hrsg.)

Kapitalanlage mit Immobilien

Produkte – Märkte – Strategien



GABLER

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek
Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der
Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über
<<http://dnb.d-nb.de>> abrufbar.

1. Auflage 2009

Alle Rechte vorbehalten
© Gabler | GWV Fachverlage GmbH, Wiesbaden 2009

Lektorat: Guido Notthoff

Gabler ist Teil der Fachverlagsgruppe Springer Science+Business Media.
www.gabler.de



Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Umschlaggestaltung: KünkelLopka Medienentwicklung, Heidelberg
Druck und buchbinderische Verarbeitung: Krips b.v., Meppel
Gedruckt auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier
Printed in the Netherlands

ISBN 978-3-8349-1439-2

Grußwort

In einer Zeit, in der mehr über Finanzkrisen und Risiken von Kapitalanlagen gesprochen und geschrieben wird als je zuvor, liegt mit diesem Herausgeberwerk eine vielfältige Sammlung von Aufsätzen vor, in denen auf die Besonderheiten von Investitionen in Immobilien hingewiesen wird.

Die jüngsten Erfahrungen, die die Geldanleger mit ihren Engagements auf den Aktien-, Anleihen- oder Derivatemärkten machen mussten, führen potenzielle Investoren zurück zu Grund und Boden. Die Erwartung attraktiver Renditen steht nach wie vor im Vordergrund, doch die kritischer gewordenen Investoren suchen verstärkt nach Qualitätsimmobilien, die aufgrund ihres langfristigen Anlagecharakters eine sinnvolle Ergänzung zur Zukunftssicherung und Altersvorsorge bieten.

Der Herausgeberin ist es gelungen, renommierte Autoren zu gewinnen, die die unterschiedlichen Facetten der Immobilieninvestition einem breiten Anlegerkreis verständlich nahebringen. Neben dem Wohneigentum mit seinen Sonderformen der Kapitalanlage in denkmalgeschützten Immobilien sowie Seniorenimmobilien werden offene und geschlossene Immobilienfonds sowie REITS behandelt. Finanzierungs-, Rechts- und Steuerfragen ergänzen die Darstellung. Herausforderungen effektiven Projektmanagements oder Aspekte der ökologischen Nachhaltigkeit werden ebenfalls diskutiert. Abschließend erläutern Experten spezielle Fragen zum Erwerb von Immobilien, so zum Beispiel die Vorteile von Immobilienportalen im Internet und die Modalitäten von Zwangsversteigerungen.

Erfolgreiche Immobilieninvestments setzen eine sorgfältige Vorbereitung der Anlageentscheidung voraus. Die gründlich recherchierten und aktuellen Beiträge unterstützen Privatanleger bei der Entwicklung ihrer Anlagestrategie sowie bei der geschickten Auswahl der Anlageprodukte; Fachleute können von diesem Handbuch als Nachschlagewerk in Spezialfragen profitieren. Ich wünsche allen Lesern anregende Impulse bei der Lektüre dieses Buches.

Berlin, im Sommer 2009

Dr. Jürgen Simon
Kanzler International Business School Berlin

Inhaltsverzeichnis

Grußwort5

Geldanlage in Immobilien: Entscheidungskriterien und Anlageprodukte 11
Marlies Brunner

Teil I

Direkterwerb

Indikatoren zur Abschätzung der Werthaltigkeit von Immobilien27
Wolfgang Kleiber

Wohneigentum als sicherer Baustein der privaten Altersvorsorge.....45
Matthias Metz

Eigenkapitalbasierte Finanzierung von Wohneigentum.....61
Stefan Jokl

Kapitalanlagen in denkmalgeschützten Immobilien79
Michael Demuth

Teil II

Indirekte Beteiligung

Perspektiven der Geldanlage in offene Immobilienfonds109
Marlies Brunner

Geschlossene Immobilienfonds im privaten Asset Management.....121
Thomas Rüschen

Zweitmarkt für geschlossene Immobilienfonds	145
<i>Tim Richter</i>	
Strategische Perspektiven des Marktes für G-REITs.....	171
<i>Leif Mellerowicz</i>	
Investments in Immobilienaktien	188
<i>Kai Klose</i>	

Teil III

Spezielle Fragen der Immobilienanlage

Immobilienfinanzierung: das Beratungs- und Leistungsprogramm der Kreditinstitute.....	205
<i>Stephan Bruhn</i>	
Rechtsfragen beim Immobilienerwerb	221
<i>Anton Steiner</i>	
Die Besteuerung verschiedener Formen von Immobilienkapitalanlagen.....	235
<i>Hans-Joachim Beck</i>	
Bewertung von Immobilien: Verfahrensweise – quantitative und qualitative Methoden	271
<i>Viktor-Hermann Müller</i>	
Energieeffizientes Bauen: Wirtschaftlichkeitsüberlegungen und Klimaschutz.....	295
<i>Ronald Rast</i>	
Ökologische Nachhaltigkeit als Entscheidungskriterium bei der Immobilienanlage.....	313
<i>Matthias Barthauer / Gregor Büchner</i>	
Konzeptionelle Erfolgsfaktoren von Seniorenimmobilien	327
<i>Lothar Marx / Uwe Groß / Lutz H. Michel</i>	
Initiierung, Entwicklung und Management von Immobilienprojekten	347
<i>Herbert Janda</i>	

Teil IV

Professionelle Unterstützung bei Immobilienerwerb und -verwaltung

Verbesserte Markttransparenz durch Immobilienportale im Internet.....	361
<i>Martin Enderle</i>	
Immobilienerwerb durch Zwangsversteigerungen.....	377
<i>Winfried Auferbeck</i>	
Interessenvertretung durch die Haus-, Wohnungs- und Grundeigentümervereine	393
<i>Andreas Stücke</i>	
Die Herausgeberin.....	403
Die Autoren	405

Geldanlage in Immobilien: Entscheidungskriterien und Anlageprodukte

Marlies Brunner

1. Eckpfeiler der Entscheidung für Immobilienanlagen
2. Anlegerbedürfnisse und Anlegerziele
 - 2.1 Für jede Lebensphase die richtige Anlagemöglichkeit
 - 2.2 Sicherheit: Immobilienanlagen zur Altersvorsorge und zum Substanzerhalt
 - 2.3 Keine Rendite ohne Risiko
 - 2.4 Für jede Liquiditätsanforderung das geeignete Produkt
 - 2.5 Am Ende können subjektive Faktoren den Ausschlag geben
3. Breitgefächertes Spektrum der Immobilienanlagen
 - 3.1 Kriterien zur Klassifizierung
 - 3.2 Bedeutung einzelner Anlageformen
4. Gründliche Vorbereitung der Geldanlage in Immobilien

Literaturverzeichnis

1. Eckpfeiler der Entscheidung für Immobilienanlagen

Immobilieninvestments werden wie andere finanzielle Dispositionen auch, mit gewissen Erwartungen hinsichtlich Rendite und Sicherheit getätigt. Die Engagements werden eher langfristig eingegangen, was mit den relativ hohen Transaktionskosten zusammenhängt. Außerdem sind in den letzten Jahren in einigen Sektoren der Immobilieninvestments negative Renditen berechnet worden.¹ Da ist es nicht verwunderlich, dass der Wohnungsbau in Deutschland vor allem nach dem Wegfall der Eigenheimzulage im Jahr 2006 trotz stabiler Zinsen deutlich zurückgegangen ist, obwohl die weitaus meisten Menschen am liebsten im Eigenheim wohnen würden. Nach einer Untersuchung des Bundesamtes für Bauwesen und Raumordnung erzielen nur 40 Prozent der privaten Wohnungsvermieter wirtschaftliche Überschüsse.²

Forderungen nach einer Deregulierung und Liberalisierung des Miet- und Baurechts oder nach Gewährung von staatlichen Zuschüssen und steuerlichen Erleichterungen sind durchaus nachvollziehbar. Zumal steuerliche Aspekte bei Immobilien mehr als bei alternativen Anlagen eine wesentliche Rolle spielen. In der Vergangenheit hat der Staat in wechselnden Epochen, mal mehr, mal weniger, entweder die Förderung des privaten Wohneigentums betrieben, die Bauwirtschaft gefördert, die individuelle Altersvorsorge unterstützt, die Versorgung breiter Bevölkerungsschichten mit adäquatem Wohnraum vorangetrieben oder auch Denkmalschutzmaßnahmen steuerlich begünstigt. Offenbar blieben die Wirkungen jeweils beschränkt.

Hieß es im Sommer 2008 noch „Offene Immobilienfonds blenden die Krise aus“³, so gerieten einzelne Fondsanbieter aufgrund größerer Umschichtungen der Anleger in staatlich garantierte Spareinlagen im Herbst in einen Liquiditätseingpass oder in einen „Stresstest für offene Immobilienfonds“.⁴ Rückzugswillige Anleger müssen unter Umständen warten, bis eine dreimonatige Frist zur Auszahlung abgelaufen ist.

Die Sicherheit von Immobilienanlagen schien lange Zeit eine Selbstverständlichkeit zu sein. Immerhin stand bei dieser Geldanlage der Sachwertcharakter im Vordergrund. Erst mit der amerikanischen *Subprime*-Krise und den bekannten Folgen vor allem für den Hypothekenmarkt wurde den Investoren auch hier die Unsicherheit jeder zukünftigen Entwicklung bewusst. Schon in den ersten sechs Monaten des Jahres 2008 ist das Investitionsverhalten im Vergleich zu den Vorjahren deutlich risikoaverser geworden. Während im Jahr 2006 noch rund 18 Prozent des Transaktionsvolumens in Deutschland Investoren zugeordnet werden können, die als *Core*-Anleger klassifiziert werden, verdoppelte sich diese Zahl im ersten

¹ Vgl. Friedemann (2008), S. 49; vgl. Thoms (2008), S. 18.

² Vgl. Fründ (2008), S. 43.

³ Vgl. o.V. (sfu): „Offene Immobilienfonds blenden die Krise aus“, Frankfurter Allgemeine Zeitung, 19.7.2008, S. 21.

⁴ Vgl. o. V. (sfu): „Stresstest für offene Immobilienfonds“, Frankfurter Allgemeine Zeitung, 29.10.2008, S. 21.

Halbjahr 2008. *Core*-Immobilien sind im Unterschied zu *Value-Added* und *Opportunity* Investments qualitativ hochwertige Objekte, die langfristig vermietet sind, zu maximal 30 Prozent mit Fremdkapital finanziert werden und somit ein konservatives Risikoprofil aufweisen.⁵

Entsprechend kann als Folge der Finanzkrise auch von einer gewissen Marktberreinigung in der Immobilienbranche gesprochen werden. Während vor der *Subprime*-Krise spekulative Investoren mit besonders großer Neigung zur Fremdfinanzierung in einigen Marktsegmenten dominierten, kam es als Folge der Krise zu einem Rückzug dieser Investoren und zu realistischeren Preisen sowie zu steigenden Anfangsrenditen. Eigenkapitalstarke Investoren, wie beispielsweise offene Immobilienfonds, haben weiterhin Zugang zu Fremdkapital und sollten von dieser Entwicklung profitieren.⁶

Verschiedene ausländische Märkte sind bereits in Turbulenzen geraten, Deutschland weist (zu Beginn des Jahres 2009) eine gewisse Solidität auf. Dort, wo in der Vergangenheit die höchsten Preissteigerungen zu verzeichnen waren, zum Beispiel in Großbritannien, Irland oder Spanien, sind nun die höchsten Preisverluste zu registrieren.

Neben den Dimensionen Rendite und Risiko werden drei weitere Aspekte mehr denn je in das Kalkül der Anleger einbezogen: Es handelt sich um die Phänomene des demografischen Wandels in unserer Gesellschaft, des klimatischen Wandels auf unserer Erde und des fiskalischen Wandels als Folge der deutlich gestiegenen Rolle des Staates auf den Finanzmärkten.

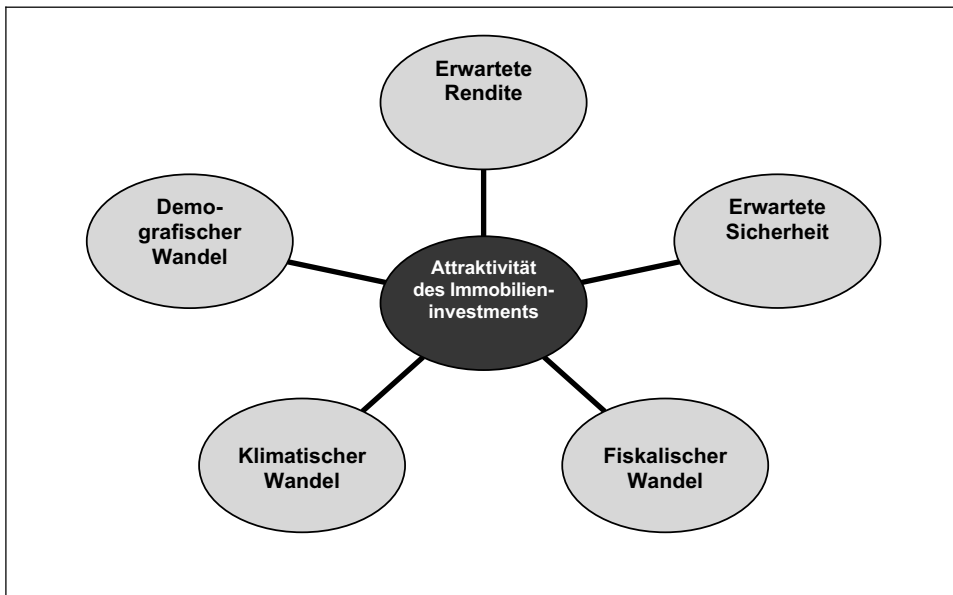


Abbildung 1: Entscheidungskriterien für Immobilienanlagen

⁵ Vgl. Heinze (2008), S. 11-13.

⁶ Vgl. Spechtenhauer (2008), S. B 5.

Zunächst soll auf einige Aspekte des demografischen Wandels hingewiesen werden. Beim Rückgang der Bevölkerungszahl liegt Deutschland an der Spitze, parallel dazu nimmt die Lebenserwartung weiter zu. Die Wohnungswirtschaft muss sich also mit der zunehmenden Alterung einer schrumpfenden Gesellschaft auseinandersetzen. Das wirft Fragen nach altersgerechten Wohnformen auf, zumal auch dem immer stärker ausgeprägten Wunsch nach einem bis in das hohe Alter selbst bestimmten Leben entsprochen werden soll.

Ein weiteres demografisches Merkmal unserer Gesellschaft ist die Tendenz zu immer kleineren häuslichen Gemeinschaften, sodass trotz sinkender Bevölkerung von einer größeren Anzahl von Haushalten auszugehen ist. Darüber hinaus steigen die Ansprüche an die Wohnqualität sowohl hinsichtlich einer komfortablen Ausstattung als auch hinsichtlich der gewünschten Wohnfläche.

Auch der wohl kaum mehr aufzuhaltende Klimawandel ist ein weiterer Faktor, der in das Entscheidungskalkül des Investors einzubeziehen ist. Angesichts der immer deutlicheren Folgen und klarer prognostizierbaren Gefahren des übermäßigen Ausstoßes von Treibhausgasen für das Klima wird vielerorts für Nachhaltigkeitsmanagement auch in der Wohnungswirtschaft plädiert.

Denkmalschutz als Ausdruck von nachhaltigem Sanieren und Wirtschaften ist steuerlich verankert; Klimaschutzziele werden von staatlicher Stelle durch diverse Förderprogramme angestrebt. Dem Umweltschutz sollte jedoch eine noch größere Bedeutung beigemessen werden. Gerade mit Blick auf die Reduzierung der Abhängigkeit unserer Volkswirtschaft von fossilen Rohstoffen scheint die steuerliche Abzugsfähigkeit von Maßnahmen zur Energieeinsparung im Wohnungsbau eine sinnvolle Ergänzung.

Erfreulicherweise sind deutsche Unternehmen im Bereich innovativer Energiegewinnung und -nutzung führend. Das ermöglicht in einem immer schnelleren Rhythmus Modernisierungsalternativen für die Investoren – man denke an hochwertige Dämm- und Isolierstoffe, Solaranlagen, kontrollierte Lüftung mit Wärmerückgewinnung etc. Dies sind Faktoren, die heute im Neubau fast selbstverständlich sind.

Der daraus resultierende verkürzte Lebenszyklus von Wohnobjekten hat eine ganz entscheidende Auswirkung auf die Rendite der Immobilienobjekte. Das soll an dem folgenden Zahlenbeispiel demonstriert werden.

In der Vergangenheit hat man bei der Ertragswertbestimmung von Wohnimmobilien gerne einen pauschalisierenden Multiplikator verwandt. Unterstellt man, dass die jährlichen Nettomieteinnahmen als „ewige Rente“ fließen, ist der Multiplikator der Kehrwert der Rendite: Ein Multiplikator von 20 entspricht einer internen Verzinsung von 1/20 bzw. 5 Prozent, ein Multiplikator von 12,5 entspricht einem Zins von 1/12,5 bzw. 8 Prozent.

Bei einer angenommenen Laufzeit von 50 oder gar 80 Jahren war der immanente Fehler dieser Bewertungsmethode zu vernachlässigen. Wird jetzt jedoch von einer erwarteten Nutzungsperiode von beispielsweise 20 Jahren ausgegangen, sieht die Rechnung anders aus, wie Tabelle 1 zu entnehmen ist.

Tabelle 1: Auswirkung eines verkürzten Lebenszyklus auf den Ertragswert einer Immobilie

Annahme: Jährliche Nettomieteinnahmen von 100.000 €	Ertragswert mit „ewiger Rente“	Ertragswert bei Nutzung für 80 Jahre	Ertragswert bei Nutzung für 50 Jahre	Ertragswert bei Nutzung für 20 Jahre
Zinssatz 5 %	2.000.000 €	1.959.646 €	1.825.593 €	1.246.221 €
Zinssatz 8 %	1.250.000 €	1.247.351€	1.223.348 €	981.815 €

Nicht zu unterschätzen sind die Kosten von energiesparenden Maßnahmen der Modernisierung. Allein für die energetische Modernisierung, also die Erneuerung von Gebäudehülle und Heizung, sind für ein durchschnittliches Einfamilienhaus annähernd 45.000 Euro anzusetzen; bei einem Mehrfamilienhaus mit 860 Quadratmetern belaufen sich die Kosten hierfür auf knapp 200.000 Euro. Erst nach zwanzig Jahren rechnen sich diese Maßnahmen für den Selbstnutzer; eine Erhöhung des Mietzinses dagegen ist am Markt oft nicht durchsetzbar, sodass die Wirtschaftlichkeit von energetischen Sanierungsmaßnahmen für den Investor schwer abschätzbar bleibt. Um darüber hinaus noch einen modernen Wohnstandard bieten zu können, sind noch wesentlich höhere Investitionen einzukalkulieren.⁷

Auch die Finanzkrise und die rezessive Konjunktur beeinflussen die Beurteilung von Immobilieninvestitionen nachhaltig. Neben der offenkundigen Einschätzung, dass Unsicherheiten über die berufliche Existenz den Erwerb von Immobilien als nachrangig erscheinen lässt, ändert sich auch grundsätzlich die Einstellung zur Immobilie: Zunehmend gewinnt die Flexibilität an Bedeutung, damit Arbeitnehmer ohne wirtschaftlichen Schaden durch einen mehr oder weniger erzwungenen Verkauf einer Wohnimmobilie auch an entfernten Standorten eine Arbeitsstelle annehmen können. Selbst genutztes Wohneigentum schränkt diese Mobilität ein.

Unter fiskalischem Wandel soll hier die veränderte Rolle des Staates als Finanzier, Garantor bzw. Ordnungsinstanz im finanzwirtschaftlichen Umfeld verstanden werden. Fiskalpolitische Maßnahmen haben seit Mitte 2008 auf die Absicherung des Bankensystems gezielt, das aufgrund der globalen Interdependenzen besonders anfällig für die Ausbreitung von Strukturkrisen ist. Zudem wird aufgrund fiskalpolitischer Entscheidungen zur Belebung der Konjunktur, begleitet von Steuermindereinnahmen aufgrund der wirtschaftlichen Flaute, mit einer höheren Nettokreditaufnahme im Bundeshaushalt gerechnet. Infolgedessen wird der Spielraum für Akzente im wohnungswirtschaftlichen Bereich in den nächsten Jahren sicher eingeschränkt sein, ohne dass spezifische Konsequenzen schon absehbar sind.

⁷ Friedemann (2008), S. 43.

2. Anlegerbedürfnisse und Anlegerziele

2.1 Für jede Lebensphase die richtige Anlagemöglichkeit

Der Weg zum Immobilienbesitz kann auf zweierlei Weise beginnen: Steht bei einigen Anlegern zunächst die Bildung von Rücklagen in Form von Sparguthaben oder eines Wertpapierdepots im Vordergrund, entscheiden sich andere Anleger für gezieltes Sparen mit dem Zweck, ein Eigenheim oder eine Eigentumswohnung zu erwerben.

Entscheidet sich der erste Anlegertypus bereits in der anfänglichen Phase des Vermögensaufbaus für Immobilienbesitz, bietet sich der Erwerb von Immobilienaktien, Immobilienzertifikaten oder von Anteilen offener Immobilienfonds an. Allerdings nimmt der Anleger bei Letzteren einem im Vergleich zur Geldanlage in Aktien- oder Renteninvestmentfonds einen hohen Ausgabeaufschlag in Kauf, sodass er den Immobilienfonds für einen längeren Zeitraum halten muss, um die erwartete Rendite nicht zu sehr zu schmälern. Er profitiert jedoch von dem Vorteil kleiner Stückelungen. Darüber hinaus hat er gegenüber Aktien- oder Rentenanlagen steuerliche Vorteile, da für offene Immobilienfonds die neue Abgeltungssteuer ab 2009 nur sehr begrenzt zutrifft.

Der zweite Anlegertypus wird sich für den Erwerb der „eigenen vier Wände“ entscheiden. Dieser Wunsch nach einem „Nestbau“ ist oftmals vollkommen getrennt von Renditeambitionen oder steuerlichen Überlegungen entstanden. Der Anleger muss sich nun das für ihn geeignete Objekt aussuchen und es entweder bauen (lassen) oder kaufen; zur gleichen Zeit muss er sich um das für ihn optimale Finanzierungskonzept kümmern. Unter Umständen hat er einen Anspruch auf ein günstiges Arbeitgeberdarlehen, das zumindest einen Teil der Bau- oder Kaufsumme abdeckt. Neben den Möglichkeiten, die das Bausparen bietet, wird er die Finanzierungsangebote der Banken, Sparkassen, Hypothekenbanken oder Versicherungsgesellschaften überprüfen. Oftmals empfiehlt sich eine Kombination der unterschiedlichen Angebote, nicht zuletzt auch um das von Laien wie von Experten schwer einzuschätzende Zinsänderungsrisiko – insbesondere auf lange Sicht – zu reduzieren. Die Festschreibung der Konditionen der verschiedenen Finanzierungsbestandteile sollte also zeitlich gestaffelt sein. Läuft die Festschreibung eines Teildarlehens zu einem Zeitpunkt aus, in dem das Zinsniveau hoch ist, betrifft die Erhöhung der regelmäßig zu zahlenden Zins- und Tilgungsraten nur einen Teil der gesamten Finanzierung.

In Deutschland ist die Wohneigentumsquote mit circa 43 Prozent trotz des rapiden Anpassungsprozesses in Ostdeutschland im Vergleich zu den Verhältnissen in den westlichen Nachbarländern relativ niedrig. Daraus kann umgekehrt geschlossen werden, dass 57 Prozent des Wohnungsvermögens Mietwohnungen sind. Häufig sind es auch private Anleger, die ihr

Kapital im fremd genutzten Wohnungsbau gebunden haben. Das resultiert natürlich auch aus der Tatsache, dass die Deutschen zu einem immer größeren Prozentsatz ein Volk von Erben geworden sind.

Darüber hinaus besteht für den privaten Anleger auch die Möglichkeit, Kommanditist eines geschlossenen Immobilienfonds zu werden, um sich somit an größeren Wohn- oder Gewerbeimmobilien zu beteiligen. Geschlossene Immobilienfonds können – in Grenzen – so strukturiert werden, dass die steuerlichen Erfordernisse oder die Renditeerwartungen der Anleger berücksichtigt werden. Generell erwirtschaften geschlossene Immobilienfonds Erträge aus Vermietung und Verpachtung, die nicht der Abgeltungssteuer unterliegen.

Die vorstehenden Möglichkeiten sind in einer Art chronologischer Abfolge aufgezählt worden. In jeder Lebensphase des Geldanlegers werden spezielle Anlagemöglichkeiten oder Aspekte für ihn von Interesse sein. So wird es einem jungen Familienvorstand in der Regel wichtiger sein, ein angemessenes, finanzierbares „eigenes Dach über dem Kopf“ zu erwerben. Anders sieht es für den besser verdienenden, üblicherweise um einige Jahre älteren Anleger aus, dessen Einkommen mit einer hohen Steuerquote belastet wird. Die Verlustzuweisungen aus Immobilienbeteiligungen sind für ihn wichtig, damit er sein zu versteuerndes Einkommen minimieren kann. Für die wiederum um einige Jahre älteren Investoren ist der Immobilienbesitz aufgrund der sachlichen Befreiung unter Ehegatten bezüglich der Erbschaftsteuer von Interesse.

2.2 Sicherheit: Immobilienanlagen zur Altersvorsorge und zum Substanzerhalt

Das wichtigste Motiv der Vermögensanlage entstammt dem Bedürfnis nach Sicherheit, das je nach Persönlichkeitsstruktur mehr oder weniger stark ausgeprägt ist. Geldanlage ist das Ergebnis des Sparens, setzt also Konsumverzicht voraus. Besonders in konjunkturellen Schwächephasen und bei drohender Arbeitslosigkeit wird eine gewisse Zurückhaltung beim Konsumverhalten offensichtlich. Es wird häufiger an den „Notgroschen“ für schlechte Zeiten gedacht.

Das Sicherheitsbedürfnis gerade der einkommensstarken Bevölkerungsgruppe mittleren Alters dürfte auch aufgrund der bereits angesprochenen demografischen Entwicklungen in Deutschland und der knappen Kassen der Sozialversicherungsträger ansteigen. Als Folge werden in absehbarer Zeit entweder die Versorgungsleistungen eingeschränkt werden oder die Versicherungsprämien ansteigen – oder es wird eine Kombination beider Faktoren umgesetzt werden. In jedem Fall werden gerade für den sicherheitsbewussten Anleger die Möglichkeiten der privaten Altersvorsorge immer wichtiger. Insofern ist die neu geschaffene „Eigenheimrente“ eine wichtige Ergänzung.

Gerade das selbst genutzte Wohneigentum dient der Befriedigung des Bedürfnisses nach Sicherheit. Typischerweise haben die Geldanleger vor dem Erreichen des Rentenalters die Finanzierungsphase ihres Wohnhauses abgeschlossen und sind von Zins- und Tilgungszahlungen befreit. Die Einkünfte aus der Altersversorgung werden nicht durch Mietzahlungen geschmälert. Immobilienanlagen resultieren also gerade in der dritten Lebensphase in einem höheren disponiblen Einkommen als andere Formen der Geldanlage. Darüber hinaus werden natürlich auch die regelmäßigen Einkünfte der Altersversorgung durch die Erträge von Immobilienvermögen, das in den Mietwohnungsbau, in Gewerbeimmobilien oder in Fondsbeteiligungen gehalten wird, ergänzt.

Die Immobilienkrise in den USA hat die Anleger sensibler gemacht, doch auf eine generelle Neubewertung der Sicherheitsaspekte des Immobilienbesitzes in Deutschland kann verzichtet werden. Immobilienbesitz als wichtigste Sachwertanlage bietet Schutz vor Inflation. Gerade bei einer langfristigen Betrachtung der Vermögensentwicklung ist dieser Schutz vor der Geldentwertung wichtig. Das Sicherheitsbedürfnis umfasst somit auch das Minimalziel des Substanzerhalts. Dieses Ziel gewinnt in Zeiten geringer Realverzinsung an Bedeutung, insbesondere für die Anleger, deren Erträge aus Kapitalvermögen einem hohen Steuersatz unterliegen.

2.3 Keine Rendite ohne Risiko

Der sorgsame Geldanleger, der vor der Aufgabe steht, für sich ein optimales „Anlage-Mix“ zusammenzustellen, wird zunächst Voraussagen über die erwarteten Renditen und Risiken alternativer Investments treffen müssen. Die Verzinsung des beim Immobilienerwerb eingesetzten Kapitals muss mit der Verzinsung von Geldanlagen in festverzinslichen Wertpapieren, Aktien, Lebensversicherungen oder sonstigen Formen der Anlage konkurrieren. Dabei ist zu beachten, dass Vergleiche auf der Basis der jeweiligen Nachsteuerrenditen durchzuführen sind. Der Anlageerfolg muss um die Transaktionskosten bereinigt werden, um eine „reine“ Performance zu berechnen. Um in die Überlegungen das Risiko auch mit einzubeziehen, kann die Performance noch um einen Risikoabschlag reduziert werden.

Spätestens bei dem Versuch, die Rendite verschiedener Anlageformen miteinander zu vergleichen, stellt sich die Frage des „richtigen“ Anlagehorizonts. Bei der Anlage in die unterschiedlichen Investmenttypen werden in der Regel unterschiedliche Ziele verfolgt. Immobilieninvestments bieten sich, wie bereits erwähnt, sowohl aufgrund relativ hoher Erwerbskosten (zum Beispiel Notargebühren und Grunderwerbsteuer bei Direktanlagen, Agio beim Kaufen von Anteilen an offenen Immobilienfonds, Agio bei Zeichnung geschlossener Fonds) als auch wegen ihrer eingeschränkten Liquidität (die Regel bei Direktanlagen) vor allem für langfristige Investmentziele an. Daher ist die Performance von Immobilienanlagen auch nur durch „theoretische Kniffe“ mit der Rendite anderer Geldanlagemöglichkeiten zu vergleichen.

Eine Aneinanderreihung von Jahresrenditen beispielsweise wird kaum dem Umstand gerecht, dass Aktien- und Rentenmärkte wesentlich volatiliter als Immobilienmärkte sind und in einem stärkeren Maße von Konjunkturzyklen abhängen.

Darüber hinaus ist der Erwerb selbst genutzten Wohneigentums eine atypische Kapitalanlage auf dem Immobiliensektor. Neben der Vielzahl subjektiver „Reize“ oder Vorteile eines Eigenheims berechnet sich die Rendite auch aus den ersparten Mieten, sogenannten Opportunitätskosten. Das Steuerrecht klassifiziert selbst genutztes Wohneigentum nicht als Investitions-, sondern als Konsumgut. Damit ist für den Anleger der Vorteil verbunden, dass die ersparten Mieten als fiktive Einnahmen nicht zu versteuern sind. Diese gesetzlichen Regelungen sind gerade unter dem Gesichtspunkt der Altersvorsorge, abgesehen von der kürzlich eingeführten Riester-Förderung von Bausparverträgen, nicht zu vernachlässigen.

Grundsätzlich gilt aber, dass für den deutschen Anleger Sicherheit vor Ertrag geht. Immer wieder wird deshalb auch darauf hingewiesen, wie groß der Stellenwert von Immobilien als Anlageform hinsichtlich Portfoliodiversifizierung ist und in welchem Maße Immobilien zur Risikostreuung des Vermögens beitragen.⁸ Immobilien weisen deutlich geringere Ertragschwankungen als viele andere Anlageklassen auf und korrelieren in unterschiedlicher Art und Weise mit diesen. So ist der risikoreduzierende „Portfolioeffekt“ von Immobilien am größten, wenn gleichzeitig in Aktien oder Rohstoffe investiert wird.

Table 2: Wohnimmobilien im Verhältnis zu anderen Anlageformen

	Volatilität	Korrelation mit Wohnimmobilien
Cash	0,52 %	0,60
Renten	3,34 %	-0,20
Aktien	22,82 %	-0,14
Gewerbeimmobilien	4,64 %	0,57
Schiffe	18,86 %	-0,02
Private Equity	18,12 %	-0,03
Lebensversicherungen	0,26 %	-0,03
Hedge Fonds	13,49 %	0,03
Rohstoffe	17,37 %	-0,05
Wohnimmobilien	2,84 %	1,00

Quelle: Berenberg Bank (2005), S. 53.

⁸ Vgl. Loomann (2008), S. 20; vgl. Berenberg Bank, HWWI (2005), S. 53.

2.4 Für jede Liquiditätsanforderung das geeignete Produkt

Immobilien sind vor allem für langfristig orientierte Investoren von Interesse. Geldanleger, für die Liquidität eine maßgebliche Größe ist, sollten sich daher auf Immobilienaktien oder offene Fonds beschränken. Für Fondsanteile werden börsentäglich An- und Verkaufspreise ermittelt.

Dabei ist seit der Aussetzung der Anteilsrücknahme der offenen Fondsanteile im Herbst 2008 die Liquidität auch bei dieser Alternative eingeschränkt. Das Investmentgesetz sieht nämlich vor, dass für offene Immobilienfonds gewisse Sicherungs- und Kontrollmechanismen eingesetzt werden, wenn dem Markt von den Investoren zu viel Liquidität entzogen wird. Die Fonds kämen, um der sofortigen Anteilsrücknahme entsprechen zu können, unter eine sinnvolle Liquiditätsquote, müssten sogar Anlageobjekte verkaufen, gegebenenfalls zu rasch und mit Verlusten. Eine Aussetzung der Anteilsrücknahme hat keine negativen Folgen auf die Entwicklung der Erträge, denn während der Aussetzung fließen den offenen Immobilienfonds die vereinbarten Mieterträge zu. Mit der Stabilisierung der Kapitalmärkte wird eine Normalisierung des Handels mit Fondsanteilen erwartet.

Der Zweitmarkthandel ermöglicht auch den Investoren in geschlossenen Immobilienfonds die Veräußerung ihrer Anteile während der Laufzeit. Diese Laufzeit hängt grundsätzlich von der wirtschaftlichen Nutzungsdauer der Objekte ab und ist häufig für 15 oder 20 Jahren geplant.

2.5 Am Ende können subjektive Faktoren den Ausschlag geben

Immobilieigentum ist mit Prestige verbunden. Das gilt natürlich vor allem für das Wohneigentum, insbesondere für das eigene Haus. Für viele wird dieser Faktor Prestige den Ausschlag zu einer Entscheidung für Immobilieneigentum geben; Prestige lässt sich kaum in eine in diesem Sinne vollständige Renditeberechnung integrieren.

Für die Bevölkerungsschichten, die sich Individualismus leisten können, ist Prestige ein entscheidender Faktor. Der Neubau bietet die Möglichkeit, eigene Ideen von Wohnformen durchzusetzen; persönliche Vorstellungen von Architektur, Design und Ökologie werden verwirklicht. Im Altbau lassen sich traditionelle oder traditionsreiche Gestaltungsmerkmale durch Modernisierungsmaßnahmen an die heutigen Erfordernisse an Bequemlichkeit, Umweltverträglichkeit oder Sicherheit anpassen. Außerdem sollte nicht vergessen werden, dass man sich mit der „Adresse“ auch Prestige kauft – oder eben nicht. Natürlich bestimmt auch

die offensichtliche oder vermeintliche Höhe des Investitionsbetrages das mit der Immobilie verbundene Prestige.

Der Käufer oder Erbauer eines Hauses macht sich von seinem Vermieter unabhängig. Dieser Freiheitsdrang ist ein weiterer subjektiver Faktor, der bei Immobilienanlagen eine Rolle spielt und der sich kaum quantifizieren lässt.

3. Breitgefächertes Spektrum der Immobilienanlagen

3.1 Kriterien zur Klassifizierung

Die zahlreichen Formen der Geldanlagen mit Immobilien lassen sich auf unterschiedliche Weise gliedern. Grundsätzlich ist zu unterscheiden zwischen Direktanlagen und Beteiligungsbesitz:

■ Direktanlagen:

- selbst genutztes Wohneigentum Eigentumswohnung und Einfamilienhaus,
- fremd genutzter Wohnungsbau,
- Gewerbeimmobilien: Büro, Handels-, Logistik und Hotelimmobilien,
- Immobilien für besondere Marktsegmente, zum Beispiel Seniorenresidenzen,
- Immobilien im Ausland.

■ Beteiligungsbesitz:

- Immobilienaktien,
- Real Estate Investment Trusts,
- offene Immobilienfonds,
- geschlossene Immobilienfonds.

In mancher Hinsicht ergeben sich bei der Unterscheidung von Direkt- und Beteiligungsanlagen Parallelen im Steuerrecht. Neben der vorgeschlagenen Gliederung kann man sich daher auch eine Klassifizierung nach den steuerlichen Auswirkungen des Immobilienbesitzes vorstellen. Dieses kann gerade vor dem Hintergrund sinnvoll sein, dass häufig die steuerlichen Konsequenzen von Immobilieneigentum wesentlich in die zu erwartende Rendite einfließen. Steuerliche Folgen können sich jedoch während der Laufzeit des Engagements ändern. Das wird beispielsweise bei geschlossenen Immobilienfonds deutlich: Investmentziel kann anfangs eine hohe laufende Nachsteuerrendite sein, später ist eine attraktive Wertsteigerung avisiert.

Eine Klassifikation nach Liquidität oder Fungibilität der Immobilienanlagen ist wenig praktikabel, doch festzuhalten bleibt, dass kleine Stückelungen, also Aktien oder Fondsanteile, normalerweise liquider sind als größere Objekte.

3.2 Bedeutung einzelner Anlageformen

Exakte statistische Angaben über die in die einzelnen Anlageformen investierten Summen sind nicht erhältlich. Das resultiert schon aus der Bewertungsproblematik des Immobilienbesitzes: Anschaffungskosten können erheblich von den Wiederbeschaffungskosten oder von dem Ertragswert einer Immobilie abweichen.

Table 3: Geschlossene Fonds: Trends innerhalb der einzelnen Beteiligungsarten

Trends innerhalb der einzelnen Beteiligungsarten			
		Tendenzen	
Platzierungsergebnisse im Bereich	2007	2007	2008
Immobilienfonds Deutschland	10,0%	↓	↗
Immobilienfonds USA	8,1%	↘	↘
Immobilienfonds GB	4,2%	↘	↘
Immobilienfonds NL und Österreich	0,8%	↓	↗
Immobilienfonds Australien	1,9%	↑	↗
Immobilienfonds sonstiges Ausland	10,4%	↑	↗
Lebensversicherungsfonds	7,0%	→	↘
Schiffsbeteiligungen	28,2%	↑	↘
Medienfonds	0,0%	↘	→
New Energy Fonds	2,1%	→	↑
Private Equity Publikumsfonds	16,9%	↘	↗
Leasingfonds	0,3%	↓	→
Sonstige Spezialitätenfonds	10,1%	↑	↗
Gesamtmarkt	100,0%	↗	↗
Gesamtmarkt absolut in Mrd. €	12,66		

Quelle: Feri Gesamtmarktstudie 2008, <http://marktanalyse-online.de/fim.asp?nav=0&snav=5366>, Abruf vom 2.1.2009

Rund die Hälfte des Bruttovermögens in Deutschland, gut zehn Billionen Euro, das von den privaten Haushalten gehalten wird, entfällt auf Immobilienvermögen. In Deutschland hat sich im Unterschied zu anderen Ländern der Immobilienmarkt seit dem Zweiten Weltkrieg zwar stetig, insgesamt aber nur mäßig entwickelt, sodass der Einbruch als Folge der Finanzkrise auch nur gemäßigt ausfallen wird. Außerdem muss berücksichtigt werden, dass der mögliche Verkaufspreis von selbst genutzten Wohnimmobilien für die Bewertung auch gar nicht relevant ist, denn die Immobilien werden erworben, um sie zu nutzen und nicht um sie wieder zu verkaufen.

Geschlossene Immobilienfonds stellen ungefähr ein Drittel aller Investitionen in die Gesamtheit aller geschlossenen Fonds. Für 2008 gehen die Schätzungen noch von einem steigenden Platzierungsergebnis für deutsche Fonds aus, insgesamt ist es kaum sinnvoll, Prognosen für kommende Jahre abzugeben.

Das Interesse an offenen Immobilienfonds hat nach einem sehr guten Jahr 2007 in 2008 wieder deutlich abgenommen, was sich in deutlichen Mittelabflüssen vor allem ab Oktober 2008 zeigt.⁹ An dieser Tendenz lässt sich wohl am ehesten die momentan vorherrschende Unsicherheit im Markt beschreiben.

4. Gründliche Vorbereitung der Geldanlage in Immobilien

Gerade ein so komplexes Problem wie die geeignete Zusammensetzung des Vermögens macht es erforderlich, dass potenzielle Investoren ihre genauen Zielvorstellungen, die sie mit dem Erwerb von Immobilien verbinden, formulieren. Eine dynamische Betrachtung ist erforderlich: Veränderte Ansprüche in den zukünftigen Jahren sollten versuchsweise prognostiziert werden. Die Art der auszuwählenden Immobilienanlage hängt von der Lebensphase ab.

Als Ratgeber stehen Wirtschaftsprüfer, Steuerberater, Rechtsanwälte und Notare gerne zur Verfügung. Auch Kreditinstitute und Versicherungen, Hypothekenbanken, Bausparkassen und Immobilienmakler bieten ihre Expertise an, um die in Frage kommenden Objektalternativen zu prüfen. Es empfiehlt sich, die Meinungen konkurrierender Experten anzuhören, um zu einer eigenen Entscheidung zu kommen. Geldanlage verlangt nicht nur eine „Bestandsaufnahme des Marktes“, sondern auch eine kritische Analyse, ob das, was angeboten wird, auch den eigenen Bedürfnissen entspricht. Individuelle Lösungen sind gefragt – dadurch lassen sich Fehlentscheidungen zwar nicht grundsätzlich vermeiden, in ihren Auswirkungen aber begrenzen.

⁹ Vgl. Deutsche Bundesbank (Dezember 2008), S. 51*.

Literaturverzeichnis

- BERENBERG BANK, HWWI (Hrsg.) (2005): Strategie 2030 – Immobilien.
- FRIEDEMANN, J. (8. August 2008): Das Ausland ist kein Vorbild, Frankfurter Allgemeine Zeitung, 8. August 2008, S. 49.
- FRIEDEMANN, J. (2008): Klimaschutz ist teuer – Wirtschaftlichkeit fraglich, nach einer Studie des Institutes Wohnen und Umwelt GmbH, Frankfurter Allgemeine Zeitung, 11. Juli 2008, S. 43.
- FRÜND, H. (2008): Jahrhundertaufgaben, Frankfurter Allgemeine Zeitung, 18.7.2008, S. 43.
- HEINZE, A. (2008): Die Zeit ist reif für Core, in Plan, Das Investmentmagazin der IVG Immobilien AG, Nr. 2/2008, S. 11-13.
- LOOMANN, V. (2008): Aufteilung des Vermögens ist die beste Absicherung“, Frankfurter Allgemeine Zeitung, 20.9.2008, S. 20.
- THOMS, E.-M. (2008): In Grund und Boden investiert, Die Zeit, 4. 9.2008, S. 18.
- o.V. (sfu): „Offene Immobilienfonds blenden die Krise aus“, Frankfurter Allgemeine Zeitung, 19.7.2008, S. 21.
- o.V. (sfu): „Stresstest für offene Immobilienfonds“, Frankfurter Allgemeine Zeitung, 29.10.2008, S. 21.
- SPECHTENHAUER, HUBERT: „Jedes Schlechte hat sein Gutes“, Frankfurter Allgemeine Zeitung, 10.9.2008, S. B5.
- <http://marktanalyse-online.de/ftm.asp?nav=0&snav=5366>

Teil I

Direkterwerb

Indikatoren zur Abschätzung der Werthaltigkeit von Immobilien

Wolfgang Kleiber

Zusammenfassung

1. Immobilien – ein krisensicheres Anlagegut?
2. Werthaltigkeit von Immobilien
 - 2.1 Marktwertgutachten
 - 2.2 Wertindikatoren
 - 2.2.1 Wertindikatoren untergeordneter Bedeutung
 - 2.2.1.1 Nettoanfangsrendite (Initial Rent)
 - 2.2.1.2 Kaufpreismultiplikatoren (Vervielfältiger)
 - 2.2.2 Maßgebliche Bestimmungsgrößen
 - 2.2.2.1 Der Reinertrag bestimmt den Wert der Immobilie
 - 2.2.2.2 Verzinsung
 - 2.2.2.3 Gesamt- und Restnutzungsdauer
 - 2.3 Gutachten

Literaturverzeichnis

Zusammenfassung

Die Scheinsicherheit, die Immobilieninvestments seit jeher anhaftete, ist spätestens seit der Finanzkrise 2008 ein Relikt der Vergangenheit. Umso mehr verdienen Sachverständigengutachten zur Bestimmung des Marktwertes besondere Aufmerksamkeit.

Die traditionellen Indikatoren zur Bestimmung des Marktwertes sind die Anfangsrendite sowie – vor allem – der Kaufpreismultiplikator. Angesichts des gestiegenen Anlagerisikos sowie Phasen unprofitabler Immobilienengagements sind jedoch die Kennzahlen zu Cash-flow, Verzinsung und Nutzungsdauer in ein zukunftsorientiertes Bewertungsschema zu integrieren.

1. Immobilien – ein krisensicheres Anlagegut?

Immobilien galten gemeinhin als ein krisensicheres und gewinnversprechendes Anlagegut. Die Liquiditätsprobleme der offenen Immobilienfonds in Deutschland und die derzeitige Prozesswelle zu den sogenannten Schrottimmobilien haben an diesem Lack gekratzt. Und im Ausland war es noch schlimmer: Da platzten die Immobilien-Blasen in Spanien, Großbritannien und den USA. Die Subprime-Krise hat nicht nur die Bankenwelt erschüttert, sondern droht auch noch die Weltwirtschaft in Strudel zu reißen. Überraschen konnte die Krise nicht, denn schon seit Jahren wurde das Platzen der Blase erwartet – und wer konnte da auf die Ratings vertrauen?

Immobilien sind schon seit Langem nicht mehr das, was sie einmal waren. Investitionen in Immobilien sind auf weithin gesättigten Märkten nicht frei von Risiken, sie sind sogar gefährlich.

- Der Erwerb von Immobilien ist im Unterschied zu alternativen Geldanlagen mit hohen Grunderwerbsnebenkosten (Transaktionskosten¹) verbunden. Diese werden in der Regel vom Erwerber aufgebracht und erhöhen nicht den Wert der erworbenen Immobilien, denn davon hat umgekehrt der Veräußerer nichts. Der Immobilienerwerb ist ähnlich dem Erwerb von Gold mit den dafür aufzubringenden Nebenkosten mit einer nicht unerheblichen Geldvernichtung verbunden und zwar bis hin zu 15 Prozent des Kaufpreises.

¹ Die DIN 276/1993 führt unter Ziff. 4.3 hierzu auf: Vermessungsgebühren, Gerichtsgebühren, Notariatsgebühren (legal and registration fees), Maklerprovision (agents fees), Grunderwerbsteuer (transfer tax; stamp duty), Wertermittlungen/Untersuchungen (zum Beispiel bezüglich Altlasten), Genehmigungsgebühren, Bodenordnungs-/Grenzregulierungskosten, sonstige Grundstücksnebenkosten (Kosten für die Bestellung von Grundschulden und Hypotheken zur Kaufpreisfinanzierung; Kosten der Löschung von Belastungen im Grundbuch, die der Käufer nicht trägt (§ 449 BGB).

- Der bauliche Anteil einer Immobilie ist ein sehr vergängliches und verletzliches Gut und unterliegt im Unterschied zu einer alternativen Geldanlage oder der Anlage in Edelmetallen auch bei ordnungsgemäßer Instandhaltung einer Alterswertminderung. Diese Alterswertminderung ist in den vergangenen Jahren erheblich angewachsen, denn die Bebauung eines Grundstücks hat sich aufgrund ständig wandelnder Anforderungen und der Architekturkrise weitgehend zu einem verhältnismäßig kurzlebigen Wirtschaftsgut entwickelt. Nach Angaben der Deutschen Bundesbank belief sich die wirtschaftliche Nutzungsdauer (Economic Life) von Wohnimmobilien noch im Jahre 2002 auf durchschnittlich 74 Jahre und von Gewerbeimmobilien auf 52 Jahre²; inzwischen wird Bürogebäuden nur noch eine wirtschaftliche Lebensdauer von 30 bis 40 Jahren gegeben und ein weiteres Absinken auf 20 Jahre prognostiziert.³
- Immobilien verschlingen im Unterschied zu alternativen Geldanlagen beträchtliche Bewirtschaftungskosten, die bei strukturellen Leerständen ruinöse Dimensionen annehmen können.⁴
- Die genannten Renditeeinbußen werden bei gesättigten Immobilienmärkten mit hohen Leerstandsraten und bei Wirtschaftsflauten mit stagnierenden bzw. zurückgehenden Realinkommen anders als in früheren Jahren nicht mehr (quasi naturgesetzlich) durch Wertzuwächse aufgefangen.

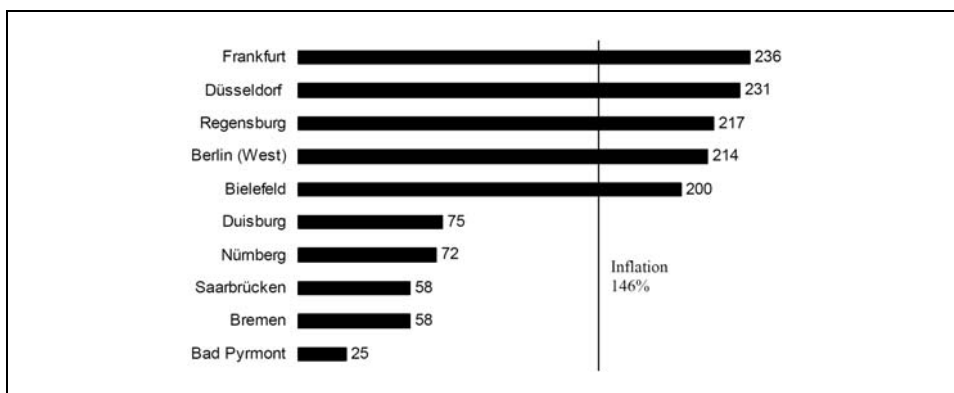
Nach einer Untersuchung des Instituts der deutschen Wirtschaft (IW) sind in neun von zehn untersuchten Märkten über 35 Jahre hinweg die Immobilienwerte noch nicht einmal so stark gestiegen, dass die Kaufkraftverluste ausgeglichen werden konnten. Im Zeitraum von 1970 bis 2005 haben sich die Immobilienpreise innerhalb eines Jahres real um gerade einmal so viel Prozent verändert, wie im Vorjahr das Preisniveau um ein Prozent gestiegen ist. Dies kann unter anderem darauf zurückgeführt werden, dass bei steigenden Teuerungsraten die Notenbanken die Zinszügel straffen und die erhöhten Kosten für Hypothekendarlehen die Nachfrage dämpfen.

Auch nach einer älteren Untersuchung der Deutschen Immobilien Akademie ist der Wert einer Eigentumswohnung in 28 von 38 untersuchten Städten langsamer als die allgemeine Preisentwicklung gestiegen. Nach einer neueren Untersuchung der Deka Bank sind die Häuserpreise zwischen 1995 und 2005 bei deutlich schlechter gewordenen Ertragsituation real sogar um rund drei Prozent gefallen.

² Deutsche Bundesbank, Bundesbankbericht Januar 2002 (Nr. 1/54). Der Wohnungsmarkt S. 30.

³ Isenhöfer/Väth (2008), S. 143; vgl. Kleiber/Simon (2007) Systematische Darstellung des Ertragswertverfahrens, Rn 120 ff.; vgl. auch die aktualisierte Fassung in www.Kleiber-digital.de.

⁴ Vgl. Kleiber/Simon (2007), Systematische Darstellung des Ertragswertverfahrens, Rn 213 ff.; vgl. auch die aktualisierte Fassung in www.Kleiber-digital.de.



Quelle: Deutsche Immobilien-Akademie

Abbildung 1: Wertzuwachs von Immobilien – Die Top 5 und die Flop 5 im Vergleich (Wertzuwachs in Prozent)

Eine 2008 im Auftrag des Bundesamts für Bauwesen und Raumordnung erstellte bundesweite Studie zu Investitionsprozessen im Wohnungsbestand belegt die verheerende Ertragsituation privater Vermieter von Wohnungen in Mehrfamilienhäusern. Nur mit wenig mehr als 40 Prozent der in der Erhebung erfassten Gebäude konnten die befragten privaten Vermieter in den vergangenen fünf Jahren Gewinne erzielen. Ebenso groß war der Anteil der Wohnungen, die nur kostendeckend bewirtschaftet werden konnten. Zu knapp 19 Prozent erfolgte die Bewirtschaftung unter Verlusten. In Ostdeutschland fallen die Erhebungsergebnisse noch dramatischer aus. Für eine Mehrheit von 43 Prozent der Gebäude ergaben sich in den letzten fünf Jahren Verluste, nur etwa 20 Prozent erwirtschafteten Gewinne.

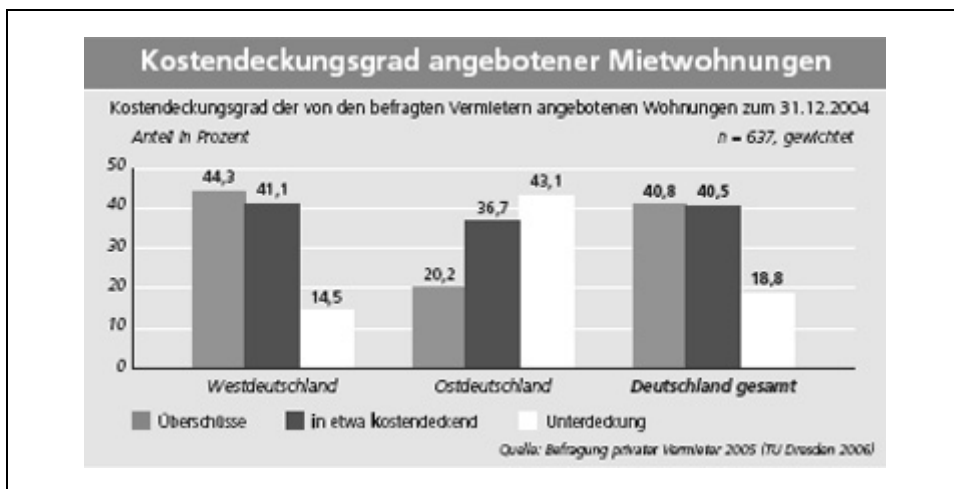


Abbildung 2: Kostendeckungsgrad angebotener Mietwohnungen

2. Werthaltigkeit von Immobilien

2.1 Marktwertgutachten

Zur Beurteilung der Werthaltigkeit einer Immobilie ist ein qualifiziertes Gutachten erforderlich. 50 Fragen und ein paar Mausclicks reichen da nicht aus, um eine Immobilie für 39 Euro zu bewerten. Das ist nicht seriös und hat sich als trügerisch erwiesen. Ein qualifiziertes Gutachten hat seinen Preis.

Zur Beurteilung der Werthaltigkeit einer Immobilie ist ein qualifizierter Gutachter gefordert und möglichst ein renommierter vor Ort ansässiger Gutachter. Dies gilt insbesondere für im Ausland gelegene Immobilien. Ein in Deutschland lebender Sachverständiger kann für die Bewertung einer im Ausland gelegenen Immobilie ebenso wenig die erforderliche Sachkompetenz und die erforderlichen Marktkenntnisse mitbringen wie ein ausländischer Sachverständiger für eine in Deutschland gelegene Immobilie. Dem kommt insbesondere bei Anlagen in Immobilienfonds eine besondere Bedeutung zu, denn die von den damit befassten Fondssachverständigen beanspruchte globale Kompetenz ist mit dem deutschen Kompetenzeinheitsgebot unvereinbar.⁵

Die mit dem Investmentänderungsgesetz geänderten Vorschriften für die Bewertung von Vermögensgegenständen der milliardenschweren offenen Immobilienfonds lassen nicht erwarten, dass den in der Öffentlichkeit erkannten Mängel der Fondsbewertung entscheidend abgeholfen wurde. Noch immer ist nicht vorgeschrieben, dass die Bewertungsergebnisse der Fondssachverständigen im Rahmen der Aufklärungspflicht schon aus Gründen des Verbraucherschutzes potenziellen Anlegern offengelegt werden und die warmherzig versprochene

⁵ Klaus Kortebein (Morgan Stanley) „Mir scheint aber fraglich, ob sie (die Fondssachverständigen) den Sprung von Europa in die ganze Welt genauso gut vollziehen werden. Es ist das eine, statt in Frankfurt am Main auch in Paris zu investieren, aber es ist etwas anderes, statt in Paris auch in Korea, Singapur, Japan, Kanada, Australien, Mexiko und den USA Immobilien zu kaufen und zu verwalten. ...Ohne ein Vor-Ort-Sein bestehe die Gefahr, dass heute mit globalen Investments die Ursachen für Risiken geschaffen werden, die in Zukunft zu ernststen Problemen führen“. Es wäre notwendig, Wertgutachter mit der Wertermittlung zu beauftragen, die vor Ort in den jeweiligen ausländischen Immobilienmärkten ansässig sind. Dies gelte insbesondere für den Erwerb von Immobilien außerhalb der klassischen westeuropäischen Märkte. Kritisiert wird von Kortebein auch, dass die Verkehrswertermittlung meist über Jahre hinweg von demselben Sachverständigen wahrgenommen werde. „Damit gab es immer eine Tendenz, sich bei der Bewertung an den Vorjahreswerten zu orientieren. Eventuell aufgetretene Fehleinschätzungen wurden oft nicht erkannt. Die Gefahr einer über Jahre auftretenden Betriebsblindheit bei der Immobilienbewertung würde durch eine regelmäßige Rotation von Sachverständigen bei der Bewertung einzelner Immobilien deutlich reduziert.“

Transparenz-Offensive versandete.⁶ Eine lückenlose Risikoaufklärung muss unter verbraucherschützenden Gesichtspunkten in der Abwägung Vorrang vor dem Datenschutz haben.

Noch immer dreht sich das Karussell⁷ eines kleinen Kreises von Fondssachverständigen, der auf die Erhaltung von „Erbhöfen“ bedacht ist. Dies ließe sich nur durch eine permanente Rotation der mit Fondsbewertungen befassten Gutachter aufbrechen und zwar mit einer Rotation nicht nur im Innern, sondern nach außen. Nur so lassen sich Mängel der Vorbewertungen bei Folgebewertungen aufdecken.

Verdächtig ist es bei alledem, wenn ein Gutachter hierzulande mit der Beherrschung sogenannter internationaler Bewertungsstandards⁸ und internationaler oder gar angelsächsischer Bewertungsverfahren⁹ wirbt, denn diese bleiben erheblich hinter den im internationalen Vergleich hohen Stand der deutschen „Bewertungskunst“ zurück. Im internationalen Vergleich zeichnet sich die deutsche Wertermittlung als besonders zuverlässig insbesondere im direkten Vergleich mit der englischen Bewertungspraxis aus.¹⁰

2.2 Wertindikatoren

2.2.1 Wertindikatoren untergeordneter Bedeutung

In der Praxis wird anstelle fundierter Gutachten mit einer Reihe unzulänglicher Wertindikatoren gearbeitet, die im Folgenden kurz beleuchtet werden sollen.

2.2.1.1 Nettoanfangsrendite (Initial Rent)

Da ist zuerst die sogenannte *Initial Rent* zu nennen, die Anfangsrendite. Sie definiert sich als Quotient des zum Zeitpunkt des Immobilienerwerbs erzielten Reinertrags und den Gesamtinvestitionskosten (einschließlich den Grundstückstransaktionskosten).

⁶ Markus Derkum bemerkt im Immobilienmanager 9/05 zu alledem: „Die Argumente, die gegen eine Veröffentlichung dieser Werte ins Feld geführt werden, werden jedoch inzwischen zunehmend unglaubwürdig, da inzwischen einige Fonds diese Werte veröffentlichen, ohne dass die vermeintlichen Nachteile (beispielsweise bei Verkaufsverhandlungen) eingetreten wären... Jene, die mit immer neuen Argumenten nach Begründungen suchen, warum sie ihren Anlegern Informationen verweigern, befinden sich eindeutig in der Defensive.“

⁷ Rainer Zitelmann führte in seinem Immobilien Brief vom Dezember 2005 aus, dass es bei der Fonds-Krise nicht um die Bewertungsmethodik, sondern um die Auswahl und den Einsatz der Sachverständigen geht.

⁸ Kleiber/Simon (2007), § 7 WertV Rn. 16.; vgl. auch die aktualisierte Fassung in www.Kleiber-digital.de.

⁹ Kleiber (2004), S. 193.

¹⁰ Vgl. RICS/IPD-report (2007), S. 173.

$$\text{Nettoanfangsrendite} = \frac{\text{Reinertrag (RE) gemäß Vertragsmiete}}{\text{Gesamtinvestitionskosten (einschließlich Grundstückstransaktionskosten)}}$$

Für den tatsächlichen Marktwert (Verkehrswert) der Immobilie ist die Anfangsrendite von geringer Aussagekraft:

- Die Gesamtinvestitionskosten sind sogar nur von beschränkter Aussagekraft für den Wert einer Immobilie. Soweit als Gesamtinvestitionskosten der Kaufpreis angesetzt wird, muss zudem bedacht werden, dass der Kaufpreis selten dem Wert entspricht.¹¹ Bei Heranziehung von tatsächlichen Herstellungskosten ist die Anwendung der Formel besonders problematisch, da bekanntlich Kosten und Wert weit auseinanderfallen können.
- Die Berücksichtigung der Grundstückstransaktionskosten ist gleich aus mehreren Gründen problematisch. Sie fallen nur einmal, nämlich mit dem Immobilienerwerb an, während sich der Marktwert nach dem Reinertrag über die gesamte Restnutzungsdauer einer Immobilie bemisst. Darüber hinaus müssen diese Kosten als „verloren“ gelten,¹² denn die Immobilie ist nicht mehr und nicht weniger dadurch wert, dass der Erwerber (oder der Verkäufer) diese Kosten aufgebracht hat.
- Schließlich ist auch die aus dem zum Wertermittlungsstichtag tatsächlich erzielten Reinertrag keine geeignete Größe für die Ermittlung des Marktwerts (Verkehrswert), weil sie nicht dem erzielbaren Reinertrag entspricht und aufgrund mietvertraglicher bzw. mietrechtlicher Gegebenheiten möglicherweise erheblich, jedoch nur temporär davon abweicht (sogenanntes *under/overrented*). Entsprechende (temporäre) Abweichungen gilt es im Rahmen einer fundierten Wertermittlung besonders zu berücksichtigen (§ 19 WertV¹³).

2.2.1.2 Kaufpreismultiplikatoren (Vervielfältiger)

In der Immobilienbranche genießen die sogenannten Kaufpreismultiplikatoren einen hohen Stellenwert und werden gern auch zur Überprüfung von Fondsimmobilen oder zur Ermittlung des Restwerts bei Anwendung des Discounted-Cashflow-Verfahrens herangezogen.

¹¹ Der BGH (Urt. vom 25.10.1967 – VIII ZR 215/66 –, BGHZ 48, 344 = EzGuG 19.11) hat hierzu treffend ausgeführt: „Der Preis einer Sache muss nicht ihrem Wert entsprechen. Er richtet sich gerade bei Grundstücken und vor allem, wie hier, bei luxuriösen Villen-Grundstücken nach Angebot und Nachfrage und wird jeweils zwischen Käufer und Verkäufer ausgehandelt. „Marktpreis“ und objektiver Verkehrswert spielen keine entscheidende Rolle, vielmehr sind oft spekulative Momente (Kaufkraft, Geldwert usw.) von erheblicher Bedeutung, häufig auch die persönlichen Vorstellungen und Wünsche des Kaufinteressenten. Der Verkäufer versucht den höchstmöglichen Preis zu erzielen, mag dieser auch unvernünftig sein. Der Käufer ist bestrebt, möglichst wenig zu zahlen, mag dabei das Grundstück auch „verschenkt“ sein. Wer bei diesem Ringen um den Preis den Gegner in seine Karten blicken lässt, hat bald verspielt“. Vgl. auch LG Darmstadt, Beschluss vom 16.10.1958 – 5 T 18/58 –, EzGuG 19.4.

¹² Vgl. Kleiber/Simon (2007), S. 451; vgl. auch die aktualisierte Fassung in www.kleiber-digital.de.

¹³ Grundsätze für die Ermittlung der Verkehrswerte von Grundstücken (Wertermittlungsverordnung – WertV) vom 6.12.1988 (BGBl I 1986, 2209), zuletzt geändert durch Art. 3 des Gesetzes vom 18.8.1997 (BGBl I 1997, 2081).

Tabelle 1: Kaufpreise von Investments (Stand: zweites Quartal 2008)

Standortkategorie		Größere Städte im Westen					
Lage	Objektart						
		Berlin	Frankfurt	Hamburg	Köln	München	Stuttgart
Ia	Büro/Geschäftshaus	19,5	19,0	20,0	19,5	20,0	20,0
Ib	Büro/Geschäftshaus	16,5	16,0	18,5	14,5	18,0	16,5
IIer	Büro/Geschäftshaus	14,0	14,0	14,0	13,0	16,5	15,0
	Wohn/Geschäftshaus	13,5	14,0	16,0	14,0	18,5	14,0
Stadtteil	Büro/Geschäftshaus	12,0	12,5	13,0	13,0	16,0	13,0
	Wohn/Geschäftshaus	12,0	12,5	15,5	13,5	17,5	13,5
	Nahversorgungszentrum	12,0	12,0	12,5	12,0	12,0	12,0
	SB-Fachmarkt	12,0	12,0	11,5	12,0	12,0	11,5
Peripherie (Stadttrand)	Bürohaus	10,5	10,5	10,5	11,0	13,0	10,0
	Wohn/Geschäftshaus	10,5	11,0	12,5	12,0	15,5	11,5
Grüne Wiese Vororte)	Büro- und Gewerbe	10,0	10,0	10,0	10,5	11,5	10,0
	Gewerbe/Industrie/Hallen	10,0	9,5	9,5	9,0	10,0	10,0
	SB Fachmarkt	11,5	11,5	11,0	12,0	11,0	11,5

Standortkategorie		Größere Städte im Westen					
Lage	Objektart						
		Freiburg	Karlsruhe	Ludwigshafen*	Mannheim	Wiesbaden	Essen
Ia	Büro/Geschäftshaus	17,0	16,5	12,5	16,5	18,0	15,5
Ib	Büro/Geschäftshaus	15,5	14,5	12,0	13,5	15,5	14,0
IIer	Büro/Geschäftshaus	14,5	13,0	10,0	12,0	13,5	13,0
	Wohn/Geschäftshaus	15,0	13,0	12,0	12,5	14,0	12,5
Stadtteil	Büro/Geschäftshaus	12,5	12,0	10,0	11,5	12,0	11,5
	Wohn/Geschäftshaus	13,5	12,5	12,0	11,5	12,5	11,0
	Nahversorgungszentrum	12,0	11,5	10,0	11,0	11,5	10,5
	SB-Fachmarkt	12,0	12,0	9,0	11,0	11,5	10,5
Peripherie (Stadttrand)	Bürohaus	11,0	11,0	9,0	11,5	11,0	9,0
	Wohn/Geschäftshaus	12,0	11,5	11,0	10,5	12,0	10,5
Grüne Wiese Vororte)	Büro- und Gewerbe	10,0	9,5	9,0	9,5	12,0	8,5
	Gewerbe/Industrie/Hallen	9,0	9,0	9,5	9,0	9,0	8,5
	SB Fachmarkt	11,0	11,5	9,0	10,0	10,5	9,0