

**Band 47**

Philipp Naubereit

# **Harmonisierung internationaler Immobilien- bewertungs- ansätze**



International Real Estate Business School  
Universität Regensburg

# **Schriften zur Immobilienökonomie**

Hrsg.: Prof. Dr. Karl-Werner Schulte  
Prof. Dr. Stephan Bone-Winkel



Rudolf Müller

Philipp Naubereit

**Harmonisierung internationaler  
Immobilienbewertungsansätze**

**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.

ISBN 978-3-89984-188-6

© Immobilien Manager Verlag  
IMV GmbH & Co. KG, Köln 2009

Alle Rechte vorbehalten

Umschlaggestaltung: Rainer Geyer, Köln  
Druck: SDK Systemdruck Köln GmbH, Köln

Printed in Germany

Das vorliegende Buch wurde auf umweltfreundlichem Papier  
aus chlorfrei gebleichtem Zellstoff gedruckt.

## Geleitwort

Immobilien und Immobilienwerte haben nicht nur fundamentale ökonomische Bedeutung, sondern sind auch Spiegel der gesamtwirtschaftlichen Situation. Wirtschafts- und Finanzkrisen sind zugleich immer auch Immobilienkrisen. Die hohe Kapitalbindung und Besicherungsfunktion von Immobilien sowie die bedeutende Wertschöpfung im Bausektor begründen enge Verknüpfungen mit der Finanz- und Realwirtschaft.

Aufgrund der räumlichen und sachlichen Heterogenität stellen sich bei der Preisfindung von Immobilien besondere Herausforderungen. Die Immobilienwertermittlung dient hier als Substitut, das unter anderem die Entscheidungsfindung beim Immobilienerwerb unterstützt, als Grundlage für die Besicherung dient oder zur Bemessung des Anlageerfolgs herangezogen wird. Der Immobilienwertermittlung kommt damit in Anbetracht der wirtschaftlichen Relevanz von Immobilien entscheidende Bedeutung zu. Mit dem wachsenden Volumen und der fortschreitenden Internationalisierung der Immobilienanlage steigen die Anforderungen an die Immobilienbewertung. Immobilienwerte müssen nicht nur im nationalen Kontext Bestand haben, sondern auch für internationale Adressaten transparent und nachvollziehbar sein. Die internationale Harmonisierung der Immobilienwertermittlung – analog den International Financial Reporting Standards in der Rechnungslegung – stellt ein geeignetes Instrument dar, um den Bedürfnissen der globalen Immobilienmärkte gerecht zu werden. In der vorliegenden Arbeit entwickelt der Verfasser, Herr Dipl.-Kfm. Philipp Naubereit, aufbauend auf den Ansätzen der USA, Großbritanniens und Deutschlands ein Harmonisierungsmodell, das den entscheidenden ökonomischen Zusammenhängen in der internationalen Immobilienwertermittlung Rechnung trägt und die in der Bewertungspraxis relevanten institutionellen Rahmenbedingungen einbindet.

Das Modell des Verfassers hebt sich von den bestehenden Harmonisierungsbestrebungen, die eine Top-Down Strategie verfolgen, dadurch ab, dass es an den grundlegenden Elementen der Immobilienbewertung, den Bewertungsparametern, ansetzt. Hierfür untersucht der Verfasser die zentralen Bewertungsparameter systematisch hinsichtlich ihrer qualitativen und quantitativen Standardisierbarkeit, was einen bisher noch nicht geleisteten Schritt im Harmonisierungsprozess darstellt. Für die im internationalen Vergleich einmalige Besonderheit des deutschen Bodenrichtwerts weist der Autor anhand einer empirischen Untersuchung dessen Vernachlässigbarkeit im Zuge einer Harmonisierung nach. Dieses Ergebnis wird durch den aktuellen Entwurf zur Novellierung der Wertermittlungsverordnung bestätigt, der die zukünftige Rolle des Bodenwerts in der deutschen Ertragswertermittlung relativiert.

Der Verfasser legt überzeugend dar, wie die qualitative Standardisierung der Bewertungsparameter bislang durch die nicht ausreichende Berücksichtigung der terminologischen Aspekte des Harmonisierungsprozesses behindert wurde. Im Markt zeigt sich ein deutlicher Bedarf für die Überwindung der sprachlichen und inhaltlichen Barrieren zwischen den unterschiedlichen nationalen Bewertungsphilosophien. Die Standardisierung der Bewertungsparameter kann dabei erfolgreich im Rahmen einer terminologischen Harmonisierung umgesetzt werden, die in der Form eines umfassenden internationalen Immobilienbewertungsglossars durchgeführt wird.

Die vorliegende Arbeit, die von der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Universität Regensburg als Dissertation angenommen wurde, liefert einen detaillierten Einblick in die internationalen Bewertungsphilosophien und bietet anwendungsorientierte Ansätze für deren Harmonisierung. In diesem Sinne sind wir sicher, dass sie sowohl in der internationalen Bewertungspraxis als auch bei den mit der Harmonisierung der Immobilienwertermittlung befassten Institutionen große Beachtung finden wird.

**Professor Dr. Karl-Werner Schulte HonRICS CRE**

**Professor Dr. Wolfgang Schäfers**

**Professor Dr. Stephan Bone-Winkel**

IRE|BS Institut für Immobilienwirtschaft  
International Real Estate Business School  
Universität Regensburg

## Vorwort

Immobilien gewinnen insbesondere wegen ihres Diversifikationspotentials aufgrund der geringen Korrelation zu anderen Anlageklassen und regional unterschiedlichen Marktzyklen zunehmend Bedeutung als Anlageklasse für institutionelle Investoren. Diese Möglichkeiten werden mittlerweile aktiv durch direkte und indirekte Immobilienanlagen ausgeschöpft, was zu einem deutlichen Anstieg der grenzübergreifenden Transaktionen und einer stetig zunehmenden Internationalisierung der Immobilienmärkte geführt hat. Da Immobilien als Anlageklasse mit Renten und Aktien im Wettbewerb stehen, muss der Anlageerfolg auch bei Immobilien periodisch ermittelbar sein. Um die Wertänderungskomponente der Gesamtrendite bestimmen zu können, sind regelmäßige Immobilienbewertungen notwendig. Für den grenzübergreifenden Vergleich des Anlageerfolgs, der für die effektive Steuerung eines internationalen Immobilienportfolios erforderlich ist, sind nur kompatible Bewertungsansätze aussagekräftig. Die Harmonisierung der internationalen Immobilienbewertungsansätze ist daher eine notwendige Voraussetzung für die nachhaltig erfolgreiche Internationalisierung der Immobilienmärkte.

Die Herausforderung für eine Harmonisierung besteht vor allem in dem Anspruch, mit möglichst geringen Eingriffen und Aufwand eine hinreichende Angleichung der bestehenden Bewertungsphilosophien zu erzielen. In Anbetracht der Komplexität der Ausgangssituation, die sich aus der Vielzahl der unterschiedlichen Prämissen, Methoden und Rahmenbedingungen ergibt, empfiehlt sich eine Fokussierung auf die fundamentalen Aspekte der Immobilienbewertung im Sinne eines Bottom-up-Ansatzes an. Diese Vorgehensweise ist komplementär zu den bestehenden Harmonisierungsansätzen in der internationalen Immobilienbewertung und bietet einen neuen Beitrag zum gegenwärtigen Stand der Harmonisierungsdiskussion.

Bei der Erstellung dieser Arbeit habe ich vielfältige Unterstützung erhalten, die das Gelingen erst möglich gemacht hat und für die ich sehr dankbar bin. Mein besonderer Dank gilt meinem akademischen Lehrer und Doktorvater, Herrn Professor Dr. Karl-Werner Schulte, der mich durch seine zentrale Rolle in der internationalen Immobilienforschung bei der thematischen Ausrichtung der Dissertation nicht nur hervorragend unterstützt hat, sondern mir im Rahmen meiner Assistenztätigkeit am Lehrstuhl für Immobilienökonomie an der EUROPEAN BUSINESS SCHOOL auch Zugang zu den führenden Experten der internationalen Immobilienbewertung ermöglichte. Herrn Professor Dr. Wolfgang Schäfers möchte ich für die bereitwillige Übernahme des Koreferats und die tatkräftige Unterstützung beim Übergang des Promotionsvorhabens zum IRE|BS Institut für Immobilienwirtschaft an der Universität Regensburg bedanken. Weiterhin bedanke ich mich beim gesamten Team des Instituts, das mich in der Endphase der Promotion bei den

Formalien stets hilfsbereit und geduldig unterstützt hat. Darüber hinaus gilt mein Dank den zahlreichen Interviewpartnern, die mir in ausführlichen Gesprächen geholfen haben, das theoretische Fundament der Arbeit zu legen. Da die Nennung aller Gesprächspartner diesen Rahmen sprengen würde, möchte ich hier stellvertretend Herrn Professor Wolfgang Kleiber, Herrn Martin J. Brühl, Herrn Dr. Henrik Baumunk, Herrn Joseph Vella und Herrn John Edge danken.

Meinen Freunden, insbesondere Frau Dr. Sonja Gier, sowie meiner Schwester Anna danke ich für ihre moralische Unterstützung und konstruktive Kritik. Mein ganz besonderer Dank gilt meinen Eltern, die mich das gesamte Promotionsvorhaben hindurch außerordentlich unterstützt haben, sowie meiner Freundin Regina, die mir gerade in der Endphase tatkräftig zur Seite stand. Schließlich möchte ich mich bei meiner Großmutter für ihre stetige Ermutigung bedanken. Ihr und meinen Eltern widme ich diese Arbeit.

München, im Oktober 2008

Philipp Naubereit

# Inhaltsübersicht

<b>1 Einleitung</b>	<b>1</b>
1.1 Problemstellung	1
1.2 Einordnung und theoretischer Bezugsrahmen	3
1.3 Gang der Untersuchung	6
<b>2 Grundlagen der Immobilienbewertung</b>	<b>9</b>
2.1 Ziele und Aufgaben der Immobilienbewertung	9
2.2 Die fundamentalen Bewertungsansätze	14
2.3 Kritische Betrachtung der Immobilienbewertung	16
2.4 Zusammenfassung	19
<b>3 Erfordernis einer harmonisierten Immobilienbewertung</b>	<b>21</b>
3.1 Die ökonomische Relevanz von Bewertungsstandards	21
3.2 Theoretische und praktische Anforderungen an eine harmonisierte Immobilienbewertung	34
3.3 Die treibenden Faktoren der Harmonisierung	45
3.4 Bestehende Harmonisierungsansätze	69
3.5 Zusammenfassung	79
<b>4 Die wichtigsten Bewertungsphilosophien</b>	<b>81</b>
4.1 Auswahlkriterien	81
4.2 Der britische Ansatz	83
4.3 Der amerikanische Ansatz	125
4.4 Der deutsche Ansatz	157
4.5 Zusammenfassung	189
<b>5 Harmonisierung in der Immobilienbewertung</b>	<b>193</b>
5.1 Bestehende Kongruenzen und Schnittstellen	193
5.2 Standardisierung der Parameter und Terminologie	219
5.3 Zusammenfassung	254
<b>6 Harmonisierung in Immobilienbewertung und -rechnungslegung</b>	<b>255</b>
6.1 Einführung	255
6.2 Maßgebliche Aspekte der IFRS für die Bilanzierung von Immobilien	256
6.3 Informationsrolle des Anhangs	269
6.4 Zusammenfassung	271
<b>7 Zusammenfassung und Ausblick</b>	<b>273</b>

## Inhaltsverzeichnis

<b>Abbildungsverzeichnis</b>	<b>X</b>
<b>Tabellenverzeichnis</b>	<b>XII</b>
<b>Formelverzeichnis</b>	<b>XII</b>
<b>Abkürzungsverzeichnis</b>	<b>XV</b>
<b>1 Einleitung</b>	<b>1</b>
1.1 Problemstellung	1
1.2 Einordnung und theoretischer Bezugsrahmen	3
1.3 Gang der Untersuchung	6
<b>2 Grundlagen der Immobilienbewertung</b>	<b>9</b>
2.1 Ziele und Aufgaben der Immobilienbewertung	9
2.1.1 Die grundlegenden Wertkonzepte und Wertbegriffe	9
2.1.2 Anlässe der Immobilienbewertung und ihre Wertbegriffe	12
2.2 Die fundamentalen Bewertungsansätze	14
2.3 Kritische Betrachtung der Immobilienbewertung	16
2.3.1 Wissenschaftlicher Anspruch	16
2.3.2 Zukunftsorientierung von Marktwerten	17
2.3.3 Wertentwicklung im Zeitablauf	19
2.4 Zusammenfassung	19
<b>3 Erfordernis einer harmonisierten Immobilienbewertung</b>	<b>21</b>
3.1 Die ökonomische Relevanz von Bewertungsstandards	21
3.1.1 Die Implikationen der wirtschaftlichen Globalisierung für die Immobilienbewertung	21
3.1.2 Bewertungstransparenz und -validität als Fundament erfolgreicher Globalisierung	26
3.2 Theoretische und praktische Anforderungen an eine harmonisierte Immobilienbewertung	34
3.2.1 Interessen der Bewertungsadressaten	34
3.2.1.1 Institutionelle Investoren	35
3.2.1.2 Immobilienfinanzierer	37
3.2.1.3 Non-Property-Companies	39
3.2.1.4 Immobiliendienstleister	41
3.2.2 Interessen der Immobiliensachverständigen	42
3.3 Die treibenden Faktoren der Harmonisierung	45
3.3.1 Internationale Expansion von Unternehmen des tertiären und sekundären Sektors	46
3.3.2 Internationalisierung der Immobilienanlage und -finanzierung	48
3.3.3 Internationale Rechnungslegung	65

---

3.4 Bestehende Harmonisierungsansätze	69
3.4.1 TEGoVA	69
3.4.1.1 Organisation	69
3.4.1.2 Tätigkeit	70
3.4.2 IVSC	73
3.4.2.1 Organisation	73
3.4.2.2 Tätigkeit	74
3.4.2.3 Restrukturierung	77
3.5 Zusammenfassung	79
<b>4 Die wichtigsten Bewertungsphilosophien</b>	<b>81</b>
4.1 Auswahlkriterien	81
4.2 Der britische Ansatz	83
4.2.1 Übersicht	83
4.2.2 Wertbegriffe	85
4.2.2.1 Market Value	85
4.2.2.2 Depreciated Replacement Cost	89
4.2.2.3 Market Rent	90
4.2.2.4 Value of Plant & Machinery	91
4.2.3 Verfahren der Wertermittlung	93
4.2.3.1 Comparison Method	93
4.2.3.2 Income Method	96
4.2.3.2.1 Bezugsrahmen	96
4.2.3.2.2 Current Rent / Market Rent	97
4.2.3.2.3 Outgoings	104
4.2.3.2.4 Yield	109
4.2.3.2.5 Growth Implicit Models	112
4.2.3.2.6 Growth Explicit Models	117
4.2.3.3 Cost Approach	123
4.2.4 Würdigung	125
4.3 Der amerikanische Ansatz	125
4.3.1 Übersicht	125
4.3.2 Wertbegriffe	128
4.3.2.1 Market Value	128
4.3.2.2 Use Value	129
4.3.2.3 Investment Value	130
4.3.2.4 Going-Concern Value	130
4.3.2.5 Assessed Value	130
4.3.3 Verfahren der Wertermittlung	131
4.3.3.1 Income Approach	131
4.3.3.1.1 Bezugsrahmen	131
4.3.3.1.2 Market Rent	133
4.3.3.1.3 Contract Rent	133

4.3.3.1.4	Operating Income	133
4.3.3.1.5	Operating Expenses	134
4.3.3.1.6	Direct Capitalization	135
4.3.3.1.7	Yield Capitalization/Discounted Cashflow	139
4.3.3.2	Sales Comparison Approach	144
4.3.3.3	Cost Approach	151
4.4	Der deutsche Ansatz	157
4.4.1	Übersicht	157
4.4.2	Wertbegriffe	160
4.4.2.1	Verkehrswert	160
4.4.2.2	Beleihungswert	163
4.4.2.3	Versicherungswert	165
4.4.2.4	Steuerlicher Grundbesitzwert	166
4.4.3	Verfahren der Wertermittlung	168
4.4.3.1	Einleitung	168
4.4.3.2	Vergleichswertverfahren	169
4.4.3.3	Ertragswertverfahren	174
4.4.3.3.1	Bezugsrahmen	174
4.4.3.3.2	Jahresrohertrag	174
4.4.3.3.3	Bewirtschaftungskosten	175
4.4.3.3.4	Liegenschaftszins	177
4.4.3.3.5	Bodenwert	179
4.4.3.3.6	Bodenwertverzinsung	180
4.4.3.3.7	Vervielfältiger	180
4.4.3.3.8	Sonstige wertbeeinflussende Umstände	181
4.4.3.3.9	Ermittlung des Verkehrswertes	182
4.4.3.4	Sachwertverfahren	183
4.4.3.4.1	Bezugsrahmen	183
4.4.3.4.2	Bodenwert	184
4.4.3.4.3	Bauliche Anlagen	184
4.4.3.4.4	Anwendung des Sachwertverfahrens	188
4.5	Zusammenfassung	189
5	<b>Harmonisierung in der Immobilienbewertung</b>	193
5.1	Bestehende Kongruenzen und Schnittstellen	193
5.1.1	Grundlagen	193
5.1.2	Methodologie	197
5.1.2.1	Bruttoerträge	199
5.1.2.2	Bewirtschaftungskosten	200
5.1.2.3	Kapitalisierungszins	202
5.1.3	Verfahrenstechnische Besonderheiten	206
5.1.4	Discounted-Cashflow-Verfahren	214
5.2	Standardisierung der Parameter und Terminologie	219

5.2.1	Bewertungsparameter als Ausgangspunkte einer Harmonisierung	219
5.2.1.1	Erweiterter Kontext der Immobilienbewertung	219
5.2.1.2	Bewertungsparameter als Fundament der Wertermittlung	221
5.2.1.3	Standardisierbarkeit der Parameter	222
5.2.2	Analyse der Parameterkategorien	224
5.2.2.1	Vergleichspreise	224
5.2.2.2	Kapitalisierungszinssatz	229
5.2.2.3	Marktmiete	232
5.2.2.4	Immobilienerträge	233
5.2.2.5	Abschreibung	238
5.2.2.6	Leerstand und Mietausfall	241
5.2.2.7	Versicherung und Steuern	242
5.2.2.8	Verwaltung	242
5.2.2.9	Vermietung	243
5.2.2.10	Instandhaltung	243
5.2.2.11	Betrieb	244
5.2.2.12	Bodenrichtwert	245
5.2.3	Analyse der Terminologie	246
5.2.3.1	Grundlagen	246
5.2.3.2	Harmonisierung in der Terminologie	248
5.2.3.3	Anwendung in der Bewertungsterminologie	250
5.3	Zusammenfassung	254
<b>6</b>	<b>Harmonisierung in Immobilienbewertung und -rechnungslegung</b>	<b>255</b>
6.1	Einführung	255
6.2	Maßgebliche Aspekte der IFRS für die Bilanzierung von Immobilien	256
6.2.1	Wahl des Ansatzes und Bewertungsverfahrens	256
6.2.2	Interne vs. externe Bewertung	266
6.2.3	Dokumentation	269
6.3	Informationsrolle des Anhangs	269
6.4	Zusammenfassung	271
<b>7</b>	<b>Zusammenfassung und Ausblick</b>	<b>273</b>
<b>Literaturverzeichnis</b>		<b>276</b>

---

## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Einordnung der Thematik in das "Haus der Immobilienökonomie"	4
Abbildung 2: Aufbau der Arbeit	8
Abbildung 3: Europäisches Volumen der Direktinvestition in Immobilien	22
Abbildung 4: Direktanlagevolumen USA	23
Abbildung 5: Grenzüberschreitende Immobilieninvestitionen Europa 2003	27
Abbildung 6: Durchschnittliche Immobilienpreise und Finanzkrise	29
Abbildung 7: Übersicht über die Neuanlage institutioneller Immobilieninvestoren	36
Abbildung 8: Verteilung der ausländischen Finanzierung von Gewerbeimmobilien (Bestand) auf Staaten	38
Abbildung 9: Entwicklung des weltweiten grenzüberschreitenden Direktanlagevolumens	47
Abbildung 10: Immobilienrendite des DIX 1996–2007	49
Abbildung 11: Entwicklung des E&G DIMAX im Vergleich zum DAX-30 seit 1988	55
Abbildung 12: Fondsvermögen der offenen Immobilienfonds bis zum Jahr 2007	57
Abbildung 13: Zusammensetzung des Investitionsvolumens Offener Immobilien- fonds	58
Abbildung 14: Immobilien-Neuanlagen geschlossener Immobilienfonds 1981 bis 2007	64
Abbildung 15: Neue Struktur des IVSC	78
Abbildung 16: Treibende Faktoren der Harmonisierung	80
Abbildung 17: Term and Reversion Model	112
Abbildung 18: Top Slicing Model	113
Abbildung 19: Short-Cut-DCF-Methode	119
Abbildung 20: The Appraisal Process	127
Abbildung 21: Classic Cost Approach Analysis	152
Abbildung 22: Vergleichswertverfahren	170
Abbildung 23: Ertragswertverfahren	175
Abbildung 24: Sachwertverfahren	185
Abbildung 25: Traditionelle Sicht internationaler Immobilienbewertung	194
Abbildung 26: Bodenwertterm in Abhängigkeit von Liegenschaftszinssatz und Restnutzungsdauer	207

Abbildung 27: Vervielfältiger in Abhängigkeit von Liegenschaftszinssatz und Restnutzungsdauer	208
Abbildung 28: Einfluss des Quotienten von Reinertrag zu Bodenwert auf das Verhältnis von Ertragswert zu Bodenwert bzw. Reinertrag	210
Abbildung 29: Verteilung des Quotienten aus Reinertrag und Bodenwert im Datenset	211
Abbildung 30: Empirisches Verhältnis von Ertragswert zu Bodenwert bzw. Reinertrag	212
Abbildung 31: Anteil des Restwerts am Gesamtwert beim DCF-Verfahren	217
Abbildung 32: Erweiterter Kontext der Immobilienbewertung	220
Abbildung 33: Anpassungsschema für Abweichungen zwischen Vertrags- und Marktmiete	234
Abbildung 34: Vervielfältiger und ewige Rente	240
Abbildung 35: Schema für die Berücksichtigung der Restnutzungsdauer	241
Abbildung 36: Eingeschränkte Zuordnung durch Wörterbücher	250
Abbildung 37: Duale Standardisierung	252
Abbildung 38: Entscheidungsbaum für die Bilanzierung	258

## Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Vergleichbarkeit deutscher und angelsächsischer Wertbegriffe	12
Tabelle 2: Die grundlegenden Bewertungsansätze	15
Tabelle 3: Zeiträume von Bankenkrisen	28
Tabelle 4: Adressaten transnationaler Immobilienbewertungen	35
Tabelle 5: Immobilienportfoliotransaktionen aus dem Jahr 2006	50
Tabelle 6: Standards der EVS 2003	72
Tabelle 7: Nutzungsarten und Bezugseinheiten bei der Comparison Method	95
Tabelle 8: Datenerhebungsgrundlage für die Market Rent	103
Tabelle 9: Anzahl Bewertungen in Großbritannien nach Methode	114
Tabelle 10: Years' Purchase-Approach	115
Tabelle 11: Top Slicing-Approach	115
Tabelle 12: Equivalent Yield-Approach	116
Tabelle 13: Term and Reversion Approach	117
Tabelle 14: Short-Cut-DCF-Methode	120
Tabelle 15: Beispiel DCF-Analyse	122
Tabelle 16: Nebenrechnung DCF-Analyse	122
Tabelle 17: DRC-Approach	124
Tabelle 18: Rates, Ratios and Relationships	132
Tabelle 19: Ableitung der Overall Capitalization Rate von Comparable Sales	136
Tabelle 20: Income- und Cashflowprognose in den USA	143
Tabelle 21: DCF-Analyse in den USA	144
Tabelle 22: Typische Bezugseinheiten	146
Tabelle 23: Beispiel Comparable Sales Approach	148
Tabelle 24: Vergleichsobjekte	148
Tabelle 25: Kennziffern Comparable Sales	149
Tabelle 26: Anpassungen der Vergleichsobjekte	149
Tabelle 27: Kennziffern nach Anpassung	150
Tabelle 28: Anpassung der Flächenpreise	150
Tabelle 29: Direkte und Indirekte Kosten im Cost Approach	153
Tabelle 30: Wirtschaftliche Gesamtnutzungsdauer von Gebäuden	181

Tabelle 31: Beispielrechnung Ertragswertverfahren nach WertV	183
Tabelle 32: Schema für die Ermittlung des Herstellungswertes	186
Tabelle 33: Schema Normalherstellungskosten	186
Tabelle 34: Beispielrechnung Sachwertverfahren nach WertV	189
Tabelle 35: Gegenüberstellung der Wertbegriffe	194
Tabelle 36: Übersicht ertragsorientierter Verfahren	199
Tabelle 37: Kalkulatorische Komponenten der ertragsorientierten Verfahren	202
Tabelle 38: Übersicht der Ableitungsformen des Kapitalisierungszinses	203
Tabelle 39: Elemente des Net Internal Area	226
Tabelle 40: Fixe Bewirtschaftungskosten	236
Tabelle 41: Variable Bewirtschaftungskosten	236
Tabelle 42: Kalkulatorische Bewirtschaftungskosten	237
Tabelle 43: Kombinationen in der internationalen Terminologie	249

## Formelverzeichnis

Formel 1: Erwartete Wachstumsrate ("Implied Rental Growth")	119
Formel 2: Alterswertminderung nach Age-Life Method	156
Formel 3: Arithmetisches Mittel im Vergleichswertverfahren	173
Formel 4: Gewogenes arithmetisches Mittel im Vergleichswertverfahren	173
Formel 5: Ertragswertformel	174
Formel 6: Liegenschaftszins bei langer Restnutzungsdauer	178
Formel 7: Liegenschaftszins bei kurzer Restnutzungsdauer	178
Formel 8: Näherungslösung für den Liegenschaftszins	178
Formel 9: Verkürzte Ertragswertformel	206
Formel 10: Anteil des Bodenwerts am Gesamtwert	207
Formel 11: Maklerformel	207

## Abkürzungsverzeichnis

AI	Appraisal Institute
ARY	All Risks Yield
ASB	Appraisal Standards Board
BDGS	Bundesverband deutscher Grundstücks-Sachverständiger
BDVI	Bund der Öffentlich Bestellten Vermessungsingenieure
BGF	Brutto-Grundfläche
BIIS	Bundesverband der Immobilien-Investment-Sachverständigen e.V.
BVI	Bundesverband Investment und Asset Management e.V.
BVS	Bundesverband der Öffentlich Bestellten und Vereidigten Sachverständigen
CAPM	Capital Asset Pricing Model
DCF	Discounted-Cashflow
DID	Deutsche Immobilien Datenbank GmbH
DIX	Deutscher Immobilien Index
DRC	Depreciated Replacement Cost
DVW	Deutschen Verein für Vermessungswesen
EGI	Effective Gross Income
EGIM	Effective Gross Income Multiplier
EU-ROVAL	European Valuers Association
EVS	European Valuation Standards
FASB	Financial Accounting and Standards Board
FIRREA	Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act
FRICS	Fellow of the Royal Institution of Chartered Surveyors
GEA	Gross External Area
GESBIG	Sächsisches Bauinstitut GmbH
GIA	Gross Internal Area

gif	Gesellschaft für Immobilienforschung
GND	Gesamtnutzungsdauer
IAS	International Accounting Standards
IASB	International Accounting Standards Board
IASC	International Accounting Standards Committee
IFRS	International Financial Reporting Standards
II. BV	Verordnung über wohnungswirtschaftliche Berechnungen nach dem Zweiten Wohnungsbaugesetz (II. Berechnungsverordnung)
IRR	Internal Rate of Return
ISVA	Incorporated Society of Valuers and Auctioneers
IVA	International Valuation Application
IVD	Immobilienverband Deutschland Bundesverband e.V.
IVS	International Valuation Standards
IVSB	International Valuation Standards Board
IVSC	International Valuation Standards Committee
KAGG	Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften
MAI	Member Appraisal Institute
MF-B	Richtlinie zur Berechnung der Mietfläche für Büroräum
MF-G	Richtlinie zur Berechnung der Mietfläche für gewerblichen Raum
MF-H	Richtlinie zur Berechnung der Mietfläche für Handelsraum
MRICS	Member of the Royal Institution of Chartered Surveyors
MV	Market Value
NAV	Net Asset Value
NCREIF	National Council of Real Estate Investment Fiduciaries
NHK	Normalherstellungskosten
NIA	Net Internal Area
NIR	Net Income Ratio
NOI	Net Operating Income

OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
OER	Operating Expense Ratio
OMV	Open Market Value
PGI	Potential Gross Income
RA-C	Standard for calculating the Rental Area of Commercial Premises
RDM	Ring Deutscher Makler
REIT	Real Estate Investment Trust
RICS	Royal Institution of Chartered Surveyors
SF	Square Foot
SRA	State-Certified Real Estate Appraiser
TEGoVA	The European Group of Valuers' Associations
TEGOVOFA	The European Group of Valuers of Fixed Assets
TIAVSC	The International Assets Valuation Standards Committee
UNCTAD	United Nations Conference on Trade and Development
USPAP	Uniform Standards of Professional Appraisal Practice



# 1 Einleitung

## 1.1 Problemstellung

Land bildet die Grundlage des sozialen und ökonomischen Handelns der Gesellschaft. Es ist ein begrenztes, materielles Gut, das in der klassischen Wirtschaftswissenschaft neben den Produktionsfaktoren Arbeit und Kapital eine eigenständige Rolle einnimmt.<sup>1</sup> Das Eigentum an Land in Form von Grundstücken und Immobilien ist ein essentieller Bestandteil der modernen Marktwirtschaft und im Grundgesetz verankert.<sup>2</sup>

Fragen der Bodennutzung und Bodenschätzung finden sich schon in der frühen Menschheitsgeschichte, die sich aus der Sesshaftigkeit und der Besiedlung von bevorzugten Gebieten verbunden mit der Allokation und Distribution von Land ergaben.<sup>3</sup> Die wirtschaftswissenschaftliche Betrachtung des Werts von Grundstücken lässt sich bis in die Anfänge der Ökonomie in Adam Smiths Werk: „*An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*“ zurückverfolgen. Die ökonomische Relevanz von Grundeigentum und dessen Wert wird besonders in wirtschaftlichen Krisen evident, was die enge Verknüpfung der modernen Wertschöpfungsprozesse mit Immobilien und deren hohe Kapitalbindung belegt.<sup>4</sup>

Im Jahr 2006 stellten in der Bundesrepublik Deutschland Bauten 82 % des Bruttoanlagevermögens dar.<sup>5</sup> Der Buchwert der Immobilien der DAX-Unternehmen im Jahr 2005 belief sich mit 167 Mrd. Euro auf 24 % der Marktkapitalisierung, wobei die hierin enthaltenen stillen Reserven 10 % des Börsenwerts darstellen.<sup>6</sup> Im Vergleich beträgt der Immobilienbestand deutscher institutioneller Investoren 259,6 Mrd. Euro.<sup>7</sup> Angesichts solcher Vermögenswerte und der damit verbundenen wirtschaftlichen Interessen muss der Wertermittlung von Immobilien besondere Bedeutung beigemessen werden.

Mit der rapide fortschreitenden Internationalisierung der Immobilienanlage und -finanzierung, die vielfache internationale Überkreuzverflechtungen von Investoren, Gläubigern und Liegenschaften erzeugt, wandelt sich die Immobilienbewertung von

<sup>1</sup> Vgl. Phillips, The Appraisal of Real Estate, S. 3.

<sup>2</sup> GG Art. 14 Abs. 1.

<sup>3</sup> Vgl. Kleiber/Simon/Schröter, Verkehrswertermittlung von Grundstücken, S. 143.

<sup>4</sup> Vgl. McParland/McGreal/Adair, Concepts of price, value and worth in the United Kingdom, S. 85 sowie Edge, The Globalization of Real Estate Appraisal, S. 85.

<sup>5</sup> Quelle: Statistisches Bundesamt Deutschland. Der Anteil blieb im Verlauf der letzten Jahre äußerst konstant.

<sup>6</sup> Vgl. Dibbern, REITs in Deutschland, S. 11.

<sup>7</sup> Quelle: DID Deutsche Immobilien Datenbank GmbH. Im Jahr 2002 betrug der Buchwert 113 Mrd. Euro und der Bestand institutioneller Investoren 281 Mrd. Euro. Vgl. Bone-Winkel/Müller, Bedeutung der Immobilienwirtschaft, S. 32–34.

einer nationalen zu einer internationalen Disziplin.<sup>8</sup> Die Unterschiede der nationalen Bewertungsansätze schränken jedoch die internationale Aussagekraft und Vergleichbarkeit von Immobilienwerten stark ein und stellen eine Barriere für den Wettbewerb von Immobiliendienstleistern und Gutachtern dar.<sup>9</sup>

Hieraus ergibt sich eine wachsende Notwendigkeit für eine Harmonisierung, analog der Entwicklung bei Bilanzierungs- und Bewertungsregeln für Konzernabschlüsse.<sup>10</sup> Diese Notwendigkeit spiegelt sich auch in den Agenden von Organisationen wie dem International Valuation Standards Committee (IVSC) und The European Group of Valuers' Association (TEGoVA) wider.<sup>11</sup>

Probleme für eine Harmonisierung ergeben sich vor allem aus den national unterschiedlichen gesetzlichen Rahmenbedingungen, Berufs- und Standesregeln, Sprachen und Terminologien, die angeglichen oder berücksichtigt werden müssen.<sup>12</sup> Daher kann es auch nicht überraschen, dass es trotz aller Bestrebungen noch nicht zu einer umfassenden Harmonisierung oder Etablierung einer „internationalen Immobilienbewertung“ gekommen ist.<sup>13</sup> Die Thematik war trotz ihrer Relevanz bislang kaum Gegenstand wissenschaftlicher Betrachtung.<sup>14</sup> Zwar wurden nationale Bewertungsstandards im Einzelnen untersucht, jedoch fand nur selten eine übernationale vergleichende Auseinandersetzung statt.<sup>15</sup> Eine nennenswerte Ausnahme stellt die Dissertation von BAUMUNK dar, die sich mit dem Einfluss der Globalisierung auf Immobilien und die Immobilienbewertung auseinandersetzt. Auch dort wird allerdings das Harmonisierungspotential nur in Ansätzen und zudem auf die deutsche und angelsächsische Wertermittlung beschränkt betrachtet.<sup>16</sup>

Zielsetzung dieser Arbeit ist daher die Bereitstellung eines wissenschaftlichen Fundaments für die Harmonisierung verschiedener nationaler Bewertungsansätze unter Berücksichtigung der empirischen Anforderungen und institutionellen Rahmenbedingungen der Immobilienbewertung. Entsprechend den potentiellen Adressaten und Bewer-

<sup>8</sup> Vgl. Schulte, Internationalisierung der Immobilienbewertung, S. 50.

<sup>9</sup> Vgl. McParland/Adair/McGreal, Valuation Standards, S. 128.

<sup>10</sup> Vgl. Schulte, Internationalisierung der Immobilienbewertung, S. 50.

<sup>11</sup> Vgl. Schulte, IAS/IFRS Immobilienbewertung und -rechnungslegung, S. 10; vgl. Schulz-Kleeßen, Neue Regeln für die Bewertung von Immobilien in Europa, S. 10.

<sup>12</sup> Vgl. Edge, The Globalization of Real Estate Appraisal, S. 86.

<sup>13</sup> Vgl. Kleiber, Was sind eigentlich die sog. Internationalen Bewertungsverfahren?, S. 195–197.

<sup>14</sup> Vgl. Sayce/Connellan, Convergence of Valuation Standards, S. 2; vgl. Roulac et al., The Emerging Global Real Estate Appraisal Research Agenda, S. 148f.

<sup>15</sup> Vgl. McParland/Adair/McGreal, Valuation Standards, S. 128 bzw. Roulac et al., The Emerging Global Real Estate Appraisal Research Agenda, S. 148 u. S. 152.

<sup>16</sup> Vgl. Baumunk, Immobilien und Immobilienbewertung im Zeitalter der Globalisierung, S. 180–213.

tungsobjekten einer harmonisierten Immobilienbewertung liegt der Fokus der Arbeit auf der Bewertung von Gewerbeimmobilien, die den größten Teil des internationalen Immobilienmarktes verkörpern.<sup>17</sup>

Hiefür sollen Antworten zu den folgenden zentralen Forschungsfragen gefunden werden:

- Gibt es einzel- und gesamtwirtschaftliche Zusammenhänge, die eine harmonisierte Immobilienbewertung erforderlich machen?
- Wie gestalten sich die theoretischen und praktischen Anforderungen an eine harmonisierte Immobilienbewertung?
- Welche treibenden Faktoren können den Prozess der Harmonisierung unterstützen?
- Welche Harmonisierungsansätze bestehen bereits und wie weit sind sie fortgeschritten?
- Welche Kongruenzen weisen die bereits etablierten nationalen und internationalen Bewertungen auf?
- Welche Aspekte können erfolgreich, zeitnah und wissenschaftlich fundiert harmonisiert werden?
- Wie können Schnittstellen zur internationalen Rechnungslegung genutzt werden?

## 1.2 Einordnung und theoretischer Bezugsrahmen

Als Grundlage der Arbeit dient der anwendungsorientierte interdisziplinäre Ansatz der Betriebswirtschaftslehre im Allgemeinen und der Immobilienökonomie im Speziellen.

Die Immobilienbewertung ist ein zentraler funktionsspezifischer Aspekt der Immobilienökonomie, die als interdisziplinäres Forschungsgebiet verschiedene Fachrichtungen vereint, die bei der wirtschaftlichen Betrachtung von Immobilien von Relevanz sind.<sup>18</sup> Im Mittelpunkt der Immobilienökonomie steht „die Erklärung und Gestaltung realer Entscheidungen von mit Immobilien befassten Wirtschaftssubjekten.“<sup>19</sup> Das Fundament der Immobilienökonomie bilden die Wirtschaftswissenschaften, insbesondere die Betriebswirtschaftslehre. Letztere stellt aufgrund ihrer Maßgeblichkeit für die Management-

---

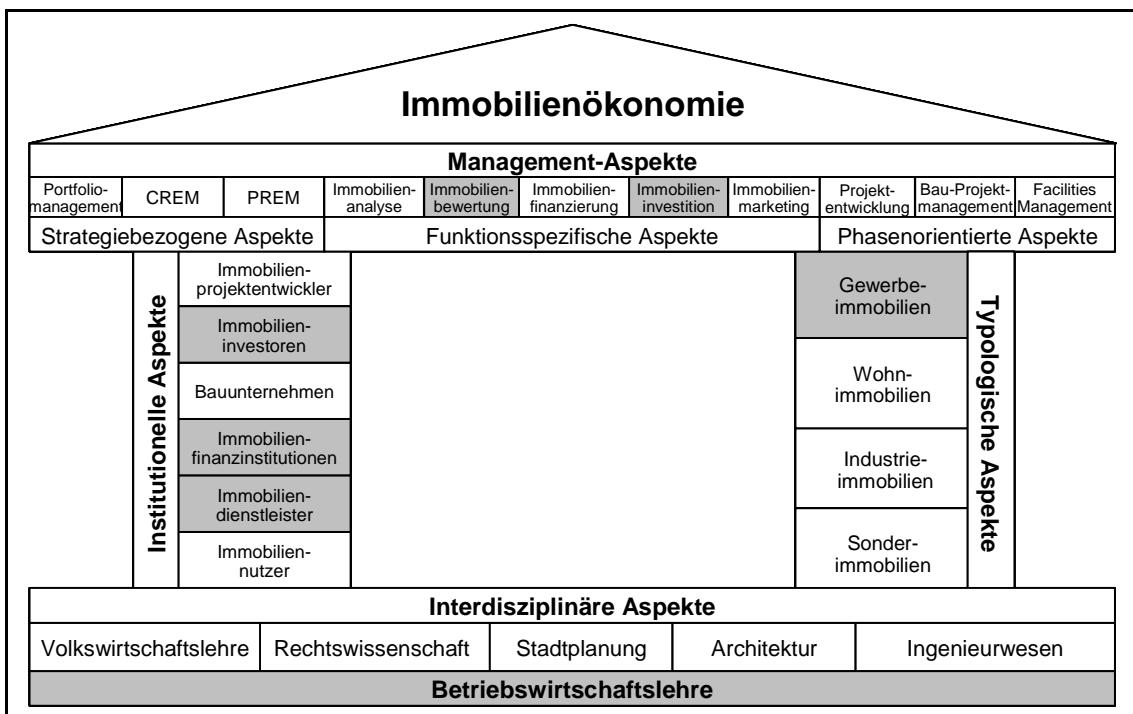
<sup>17</sup> Vgl. Dorchester/Vella, Valuation and the Appraisal Institute in a Global Economy, S. 74.

<sup>18</sup> Vgl. Schulte, Die Immobilienökonomie als interdisziplinäres Lehr- und Forschungskonzept, S. 8–14.

<sup>19</sup> Schulte/Schäfers, Immobilienökonomie als wissenschaftliche Disziplin - Teil 1, S. 29.

Aspekte der Immobilienökonomie - zu denen auch die Funktionsspezifischen Aspekte zählen - den Rahmen der Arbeit.<sup>20</sup>

Weitere relevante Teilbereiche der Immobilienökonomie sind in Abbildung 1 gekennzeichnet, die das Wissenschaftskonzept graphisch darstellt.<sup>21</sup>



**Abbildung 1: Einordnung der Thematik in das "Haus der Immobilienökonomie"**

Quelle: Schulte/Schäfers, Immobilienökonomie als wissenschaftliche Disziplin, S. 58.

Die Betriebswirtschaftslehre versucht systematisches Wissen über die betriebswirtschaftlich relevanten Systeme zusammenzutragen, einen begrifflich-theoretischen Bezugsrahmen zur Integration dieses Wissens zu erarbeiten und Modelle bzw. Theorien zu entwickeln, die eine Erklärung bzw. Prognose der Entwicklung und des Verhaltens der interessierenden Systeme ermöglichen.<sup>22</sup>

Im Rahmen dieser Arbeit werden in Anlehnung an HEINEN normative Handlungsempfehlungen für die Harmonisierung der Immobilienbewertung erarbeitet, die auf einem entscheidungsorientierten Ansatz beruhen.<sup>23</sup> Es werden sowohl theoretische als auch pragmatische Zielsetzungen berücksichtigt, um ein wissenschaftlich fundiertes und

<sup>20</sup> Vgl. Schulte/Schäfers, Immobilienökonomie als wissenschaftliche Disziplin - Teil 2, S. 92–98.

<sup>21</sup> Vgl. Schulte/Schäfers, Immobilienökonomie als wissenschaftliche Disziplin, S. 58.

<sup>22</sup> Vgl. Kirsch, Einführung in die internationale Rechnungslegung nach IAS/IFRS, S. 110f.

<sup>23</sup> Vgl. Heinen, Grundlagen betriebswirtschaftlicher Entscheidungen, S. 429–444 sowie ausführlich in Heinen, Grundfragen der entscheidungsorientierten Betriebswirtschaftslehre, S. 364–393; vgl. Rommelfanger/Eickemeier, Entscheidungstheorie, S. 1–4; vgl. auch Leinfellner, Entscheidungstheorie, S. 160–165.

praktisch umsetzbares Harmonisierungskonzept zu erarbeiten.<sup>24</sup> Hierbei werden zwei Funktionen verfolgt: Zum einen die entscheidungslogische Funktion, die einen praktisch-normativen Charakter aufweist. Sie formuliert ihre Probleme in den logischen Kategorien eines Entscheidungsprozesses und ist somit auf praktische Probleme ausgerichtet. Zum anderen die verhaltenswissenschaftliche Funktion, die einen deskriptiven Charakter hat. Sie versucht mittels realistischer Prämissen zu realitätsnahen Problemlösungen zu kommen. Hierfür muss zunächst das tatsächliche Entscheidungsverhalten in der Wirtschaft erfasst werden.<sup>25</sup> In der Abwägung zwischen theoretischem Anspruch und praktischer Realisierbarkeit wird in wissenschaftspragmatischer Art der Praxisnähe Vorzug gegeben,<sup>26</sup> womit auch der eingeschränkten Falsifizierbarkeit wirtschaftswissenschaftlicher Theorien Rechnung getragen wird.<sup>27</sup>

Die Rahmenbedingungen für eine Harmonisierung ergeben sich nach dieser Vorgehensweise aus den Anforderungen, die aus Experteninterviews mit international führenden Wissenschaftlern, Praktikern und Entscheidungsträgern aus der Immobilienbranche erkennbar wurden. Die Experteninterviews wurden sowohl zur Systematisierung als auch zur Theoriegenerierung geführt. Sie lehnen sich methodisch-methodologisch an MEUSER und NAGEL an. Der Experte dient nicht nur als Katalysator des Forschungsprozesses respektive der Gewinnung sachdienlicher Information und Aufklärung. Darüber hinaus erfolgt zudem eine kommunikative Erschließung und analytische Rekonstruktion der „subjektiven Dimension“ des Expertenwissens. Den Ausgangspunkt der Theoriebildung stellen subjektive Handlungsorientierungen und implizite Entscheidungsmaximen (*tacit knowing*) der Experten dar.<sup>28</sup> Die Befragungen wurden als standardisierte Interviews durchgeführt mit dem Interviewer in der Rolle eines Co-Experten. Das Einbringen eigenen Wissens und Engagements bietet den Vorteil, dass Informationen und Wissen preisgegeben werden, die bei anderer Rollenverteilung (bspw. Laie oder potentieller Kritiker) nicht gewonnen würden.<sup>29</sup> Bei Bedarf wurden die standardisierten Fragen hierfür um freie – sich aus dem Gesprächskontext ergebende – vertiefende Fragen und Einwürfe erweitert.<sup>30</sup>

---

<sup>24</sup> Vgl. Raffée/Abel, Aufgaben und aktuelle Tendenzen der Wissenschaftstheorie in den Wirtschaftswissenschaften, S. 1–10.

<sup>25</sup> Vgl. Ulrich/Hill, Wissenschaftstheoretische Aspekte ausgewählter betriebswirtschaftlicher Konzeptionen, S. 173f.

<sup>26</sup> Vgl. Arni, Die Kontroverse um die Realitätsnähte der Annahmen in der Ökonomie, S. 1–17.

<sup>27</sup> Vgl. Clever, Wissenschaftstheoretische Probleme der Wirtschaftswissenschaft, S. 721–726; vgl. Brinkmann, Analytische Wissenschaftstheorie, S. 56.

<sup>28</sup> Vgl. ausführlich Meuser/Nagel, ExpertInneninterviews, S. 441–471.

<sup>29</sup> Vgl. Bogner/Littig/Menz, Das Experteninterview, S. 50f.

<sup>30</sup> Vgl. Kornmaier, Wissenschaftstheorie und wissenschaftliches Arbeiten, S. 167.

Dem entsprechend wird die Harmonisierung der Immobilienbewertung sowohl unter wissenschaftlichen Kriterien als auch nach den Erfordernissen der Praxis der Immobilienbewertung untersucht. Ergänzend kommt die verhaltenswissenschaftliche Fundierung der Betriebswirtschaftslehre zum Tragen<sup>31</sup>, da die abgeleiteten Problemlösungen in der Interaktion der für die Wertermittlung maßgeblichen Institutionen, Markakteuren und Sachverständigen bestehen müssen. Das Harmonisierungsmodell muss hierfür unter verhaltenswissenschaftlichen Gesichtspunkten die Systematisierung und Erklärung von Phänomenen und Zusammenhängen der internationalen Immobilienbewertungspraxis gewährleisten.<sup>32</sup>

### 1.3 Gang der Untersuchung

Nach einer Einführung in die ökonomischen Grundlagen der Immobilienbewertung in Kapitel 2 wird die Notwendigkeit einer harmonisierten Immobilienbewertung in Kapitel 3 dargelegt. Es werden sowohl makro- als auch mikroökonomische Aspekte diskutiert, um den gesamtwirtschaftlichen Kontext der Immobilienbewertung und den sich hieraus ergebenden Harmonisierungsbedarf hervorzuheben. In Verbindung mit den mikroökonomischen Gründen für eine harmonisierte Immobilienbewertung ergeben sich zwei ergänzende Pole, die für eine Harmonisierung „von oben“ bzw. „von unten“ stehen und zwischen denen die treibenden Faktoren der Harmonisierung kategorisiert und analysiert werden können.

Im Anschluss findet in Kapitel 4 eine detaillierte Auseinandersetzung mit den bestehenden Bewertungsphilosophien statt. Dabei wird die Ausgangssituation für die Harmonisierung definiert und es können potentielle Schnittstellen sowie Differenzen festgehalten werden. Im Rahmen der Diskussion wird in Kapitel 5 – auf Grundlage der betrachteten Bewertungsphilosophien – ein Modell des erweiterten Kontexts der internationalen Immobilienbewertung entwickelt, das anhand der Zusammenhänge im Immobilienbewertungsmarkt zur deduktiven Ableitung von Harmonisierungsansätzen genutzt werden kann.<sup>33</sup>

---

<sup>31</sup> Vgl. Ulrich/Hill, Wissenschaftstheoretische Aspekte ausgewählter betriebswirtschaftlicher Konzeptionen, S. 174. Bezuglich der Grenzen der Aussagefähigkeit der Verhaltensforschung vgl. Immelmann, Verhaltensforschung, S. 671.

<sup>32</sup> In Anlehnung an HEINEN. Vgl. Heinen, Industriebetriebslehre als entscheidungsorientierte Unternehmensführung, S. 12.

<sup>33</sup> Vgl. hierzu ausführlich Abel, Denken in theoretischen Modellen als Leitidee der Wirtschaftswissenschaften, S. 138–160.; vgl. Ulrich/Hill, Wissenschaftstheoretische Aspekte ausgewählter betriebswirtschaftlicher Konzeptionen, S. 169.

Unter Berücksichtigung der bestehenden Harmonisierungsansätze, die in Abschnitt 3.4 vorgestellt wurden, wird aus dem Modell des erweiterten Kontexts der internationalen Immobilienbewertung die Harmonisierung über eine Standardisierung der Bewertungsparameter abgeleitet. Hierfür werden die entscheidenden Bewertungsparameter hinsichtlich ihrer qualitativen und quantitativen Standardisierbarkeit untersucht. Die Analyse der Bewertungsparameter weist deutliche Schnittstellen zur Terminologieharmonisierung auf. Unter Zuhilfenahme der Terminologielehre wird ein praktikables duales Konzept der Standardisierung in der internationalen Immobilienbewertung entworfen. Hieraus ergibt sich ein umsetzungsorientierter Harmonisierungsansatz, der die Bedeutung der internationalen Wertermittlungsterminologie für eine weiterführende Harmonisierung verdeutlicht.<sup>34</sup>

Mit Rücksicht auf die zunehmende Verknüpfung von Wertermittlung und Rechnungslegung wurde ein Konzept für international vergleichbare und transparente Bewertungsansätze entworfen, das sowohl in der Immobilienbewertung als auch in der Immobilienrechnungslegung international vergleichbare und nachvollziehbare Ergebnisse gewährleisten kann. Die gewonnenen Erkenntnisse werden in Kapitel 6 im Zusammenhang mit der internationalen Rechnungslegung gewürdigt. Hierfür werden die relevanten Rechnungslegungsstandards vorgestellt und aus bewertungstechnischer Sicht beleuchtet sowie die Implikationen für eine harmonisierte Immobilienbewertung dargestellt. Die Arbeit schließt mit Zusammenfassung und Ausblick. Abbildung 2 stellt den Aufbau der Arbeit grafisch dar.

---

<sup>34</sup> Vgl. Vella, Key to Success: a profession speaking with a united voice, S. 30–33.

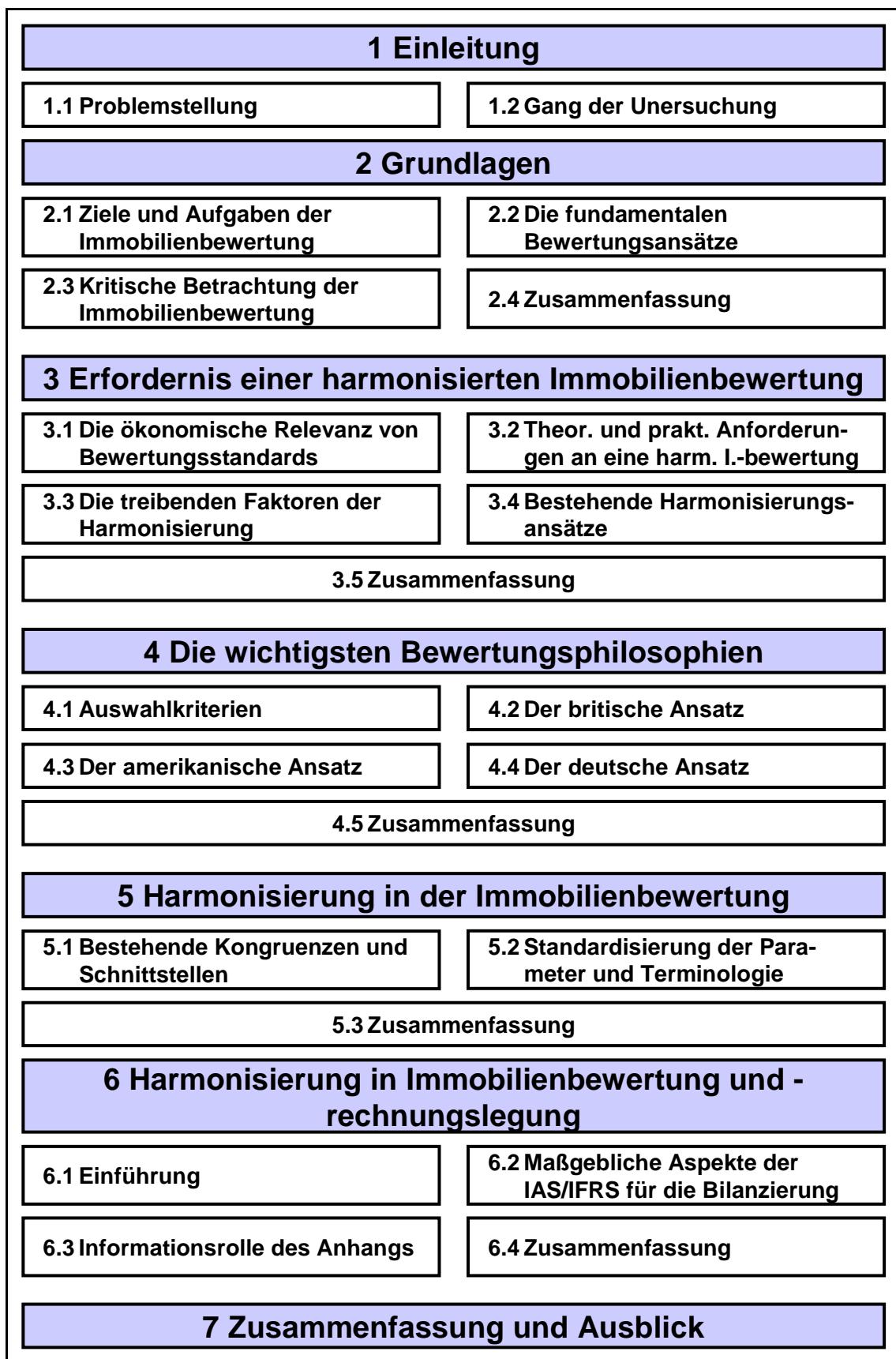


Abbildung 2: Aufbau der Arbeit

## 2 Grundlagen der Immobilienbewertung

### 2.1 Ziele und Aufgaben der Immobilienbewertung

#### 2.1.1 Die grundlegenden Wertkonzepte und Wertbegriffe

Am Anfang der Ermittlung von Grundstückswerten steht die Frage, welcher Wert ermittelt werden soll. Es gibt keinen absoluten, einzigen Wert<sup>35</sup>, denn „das ‚Werten‘ ist teleologisch und bedarf eines Wertesystems“. Hieraus folgt, dass sich die verschiedenen Wertbegriffe inhaltlich erst vor dem „Hintergrund ihrer Genesis und Zielsetzungen“ erschließen.<sup>36</sup> Wertbegriffe als Grundlage der Immobilienbewertung ermöglichen eine individuelle Ausrichtung der Wertermittlung auf die Anforderungen der Bewertungsadressaten.

Für die weitere Betrachtung ist es nützlich, zwischen den Konzepten Wert und Preis sowie objektiviertem und subjektivem Wert zu unterscheiden, die den verschiedenen Wertbegriffen unterliegen. Während der Wert in Abhängigkeit vom unterlegten Wertkonzept einen unter bestimmten normativen Vorgaben ermittelten monetären Nutzen darstellt, handelt es sich beim Preis um das Ergebnis einer Transaktion, die den subjektiven Einschätzungen der Transaktionspartner und deren individuellen Umständen unterliegt.<sup>37</sup> Der Wert ist daher nicht mit dem Preis gleichzusetzen, da auf Seite der Transaktionspartner Zufälligkeiten nie ganz ausgeschlossen werden können.<sup>38</sup>

Wird der Wert unter der Berücksichtigung des individuellen Nutzens für ein Wirtschaftssubjekt ermittelt, handelt es sich um den subjektiven Wert.<sup>39</sup> Der objektivierte Wert abstrahiert vom individuellen Nutzen und knüpft an den dem Bewertungsobjekt anhaftenden objektiven Eigenschaften an.<sup>40</sup> Diese Trennung lässt sich bis an den Beginn unserer Geschichtsüberlieferung zurückverfolgen. Schon zu Zeiten der griechischen Stadtstaaten wurden in wissenschaftlichen Arbeiten der subjektive Gebrauchswert und der objektive Tauschwert behandelt. Bereits bei Aristoteles (384–322 v. Chr.) finden sich Ansätze der Wert- und Preistheorie, wenn er Gebrauchswert und Tauschwert unterscheidet.

---

<sup>35</sup> Vgl. Phillips, The Appraisal of Real Estate, S. 20.

<sup>36</sup> Kleiber/Simon/Schröter, Verkehrswertermittlung von Grundstücken S. 109.

<sup>37</sup> Vgl. Peto/French/Bowman, Price and worth, S. 81.

<sup>38</sup> Vgl. Kleiber/Simon/Schröter, Verkehrswertermittlung von Grundstücken, S. 116f.

<sup>39</sup> Vgl. French, Market information management for better valuations, S. 405

<sup>40</sup> Vgl. Paul, Bewertungsmethoden im Kontext der funktionalen Werttheorie, S. 84f.

det und versucht eine Beziehung zwischen diesen aufzustellen. Für Aristoteles bildete der subjektive Gebrauchswert die Grundlage des Wertes.<sup>41</sup>

Der in Deutschland dominante Wertbegriff des Verkehrswerts beruht auf der objektivistischen Betrachtungsweise<sup>42</sup>, was ihm die Eigenschaft eines Normalpreises gibt. Dies verdeutlicht sich vor dem Hintergrund des Fehlens eines Bezugssubjekts in der Definition des Verkehrswerts nach § 194 BauGB.

Der objektivierte Wert ist vom objektiven Wert im engeren Sinne zu unterscheiden, der vom Wirtschaftssubjekt völlig unabhängig – ähnlich einer physikalischen Eigenschaft – einem Gut innewohnen müsste. Dieses Wertverständnis ist jedoch nicht mit dem teleologischen Konzept von Wert in Einklang zu bringen, da sich der Wert erst aus der Beziehung zwischen Bewertendem und dem zu bewertenden Gut ergibt. Wert hat folglich einen inhärent subjektiven Charakter; einen objektiven Wert im engeren Sinne kann es nicht geben.<sup>43</sup> Dies führt zurück zum objektivierten Wert, der durch die bereits beschriebenen Abstrahierung eine Objektivierung des subjektiven Werts erreichen will.

Die angelsächsische Bewertungslehre greift auf eine vergleichbare Differenzierung zurück. Es wird unterschieden zwischen „price“, „value“ und „worth“.<sup>44</sup> Während sich der „price“ inhaltlich und sprachlich direkt dem Preis zuordnen lässt, kann „value“ nicht ohne Einschränkung in die deutsche Terminologie übertragen werden.

Der „value“ kann faktisch als Pendant des objektivierten Werts aufgefasst werden, jedoch dominiert der direkte Marktbezug seine Interpretation. Weiterhin entbehrt er einer präzisen eigenständigen Ableitung; er wird als Konzept inhaltlich durch den in der Bewertungspraxis geprägten Begriff „market value“ ausgefüllt.<sup>45</sup> Ergänzend muss erwähnt werden, dass „value“ in der angelsächsischen Terminologie annähernd synonym zu „price“ aufgefasst wird. Dies zeigt sich an einer Empfehlung des Mallinson Report<sup>46</sup>, welche die Verwendung von „open market price“ anstelle von „open market value“ nahe legt.<sup>47</sup> Beweggrund für die Empfehlung war das häufige Missverständnis von „value“ als „worth“, im Sinne eines subjektiven Werts. Um die Objektivität von „value“ zu un-

---

<sup>41</sup> Vgl. Keunecke, Immobilienbewertung, S. 72.

<sup>42</sup> Vgl. Kleiber/Simon/Schröter, Verkehrswertermittlung von Grundstücken, S. 116.

<sup>43</sup> Vgl. Wöhe, Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, S. 1098.

<sup>44</sup> Vgl. Peto/French/Bowman, Price and worth, S. 79–83.

<sup>45</sup> Vgl. McParland/McGreal/Adair, Concepts of price, value and worth in the United Kingdom, S. 89–93.

<sup>46</sup> Von der RICS im März 1994 veröffentlichtes Dokument der Ergebnisse der Untersuchungskommission unter Michael Mallinson über Schwächen der Präsentation und Verwendung von Bewertungen gewerblicher Liegenschaften.

<sup>47</sup> Vgl. Peto/French/Bowman, Price and worth, S. 80f.

terstreichen, wurde ein enger Bezug zu „price“ betont. Dies ist jedoch semantisch fragwürdig, da „value“ als Wertbegriff stets vom Preis zu unterscheiden ist.<sup>48</sup>

„Worth“ bezeichnet die Einschätzung eines spezifischen Investors über den monetären Nutzen, basierend auf seinen Annahmen und Erwartungen bezüglich des Stroms der zukünftigen Überschüsse, der mit dem Eigentum des Gutes verbunden ist.<sup>49</sup> Die Definition von „worth“ deckt sich folglich mit dem subjektiven Wert.<sup>50</sup> Für das bessere Verständnis der angelsächsischen Bewertung sollte erwähnt werden, dass einige ihrer Vertreter keine Unterscheidung zwischen „price“ und „worth“ treffen wollen, da der erzielbare Preis eines Objekts immer den „worth“ bestimme. Dies greift jedoch deutlich zu kurz. Die subjektive Werteinschätzung eines Investors deckt sich in der Regel nicht mit der Markteinschätzung, da sonst auch eine grundlegende Motivation für Investitionen fehlen würde.<sup>51</sup> Dieses Missverständnis kann auf die ausgeprägte Dominanz des Vergleichswertansatzes in der angelsächsischen Immobilienbewertung zurückgeführt werden, der ein direktes Verhältnis zwischen belegten Verkaufspreisen und Marktwert etabliert.

In diesem Zusammenhang spricht der Mallinson Report neben „market price“ auch von „market worth“. Diese Begriffswahl erscheint auf den ersten Blick problematisch, da ein marktorientierter Wert per Definition nicht dem Konzept des „worth“ gerecht werden kann. „Market worth“ ist nach dieser Auffassung der Preis, zu dem ein Objekt auf einem Markt mit vollständiger Information und effizient handelnden Teilnehmern gehandelt würde. Weiterhin ist davon auszugehen, dass aufgrund des subjektiven Charakters von „worth“ kein absoluter „market worth“ sondern eine Spanne, welche die unterschiedlichen Einschätzungen der Marktteilnehmer reflektiert, zu erwarten wäre.<sup>52</sup> Aufgrund der realitätsfernen Annahmen, die dem „market worth“ unterliegen, trägt der Begriff keine entscheidende Praxisrelevanz und wird in der weiteren Betrachtung vernachlässigt.

Es ergeben sich folgende Zuordnungen, auf die im weiteren Verlauf zurückgegriffen wird:

---

<sup>48</sup> Vgl. S. 9.

<sup>49</sup> Vgl. French, Market information management for better valuations, S. 405 und French, Investment Valuation, S. 50.

<sup>50</sup> Vgl. S. 9

<sup>51</sup> Vgl. French, Investment Valuation, S. 50.

<sup>52</sup> Vgl. McParland/McGreal/Adair, Concepts of price, value and worth in the United Kingdom, S. 95.

<b>Begriffspaare</b>	
Price	Preis
Value	objektivierter Wert
Market Value	Verkehrswert / Marktwert
Worth	subjektiver Wert

**Tabelle 1: Vergleichbarkeit deutscher und angelsächsischer Wertbegriffe**  
**Quelle:** Eigene Darstellung

### 2.1.2 Anlässe der Immobilienbewertung und ihre Wertbegriffe

Die Anlässe von Immobilienbewertungen sind vielfältig und nur schwer zu kategorisieren. In der Praxis stellen:

- Kauf
- Abfindungen
- Verkauf
- Ehescheidungen
- Zwangsversteigerungen
- Erbschaften
- Firmenübernahmen

häufige Anlässe dar.<sup>53</sup> Weitere Anlässe, die eine Immobilienbewertung erforderlich machen sind<sup>54</sup>:

- Beleihung
- Performance-Messung
- Versicherungsabschluss
- Bilanzierung und andere Informationszwecke
- steuerliche Gründe

Die wachsende Anerkennung der ökonomischen Relevanz des Wirtschaftsguts Immobilie geht mit einem steigenden Bedarf nach regelmäßigen Bewertungen einher, um das wirtschaftliche Potential von Immobilien zu ermitteln und zu steuern, weshalb zukünftig eine vermehrte Bewertung zur Performance-Messung und -Vergleich zu erwarten ist.<sup>55</sup>

Der Anlass und die angestrebte Verwendung der Bewertung stellen die Grundlage und den Rahmen der Wertermittlung dar. Hier tritt der teleologische Charakter des Wertens zum Vorschein, der aufbauend auf den bereits vorgestellten grundlegenden Wertkonzepten und -begriffen, den verschiedenen Bewertungsanlässen spezifische Wertbegriffe

---

<sup>53</sup> Vgl. Paul, Bewertungsmethoden im Kontext der funktionalen Werttheorie, S. 84.

<sup>54</sup> Vgl. Leopoldsberger/Thomas/Naubereit, Immobilienbewertung, S. 455.

<sup>55</sup> Vgl. Leopoldsberger, Kontinuierliche Wertermittlung von Immobilien, S. 9.

zuordnet.<sup>56</sup> Für ein und dasselbe Objekt können sich verschiedene Bewertungsanlässe ergeben, die jeweils entsprechende Wertbegriffe erforderlich machen. Folglich kann es für ein einziges Objekt mehrere Werte in Abhängigkeit des unterlegten Wertbegriffs geben.<sup>57</sup> Dies wird anschaulich, wenn man berücksichtigt, dass die verschiedenen Wertbegriffe den Wert einer Immobilie an unterschiedlichen Eigenschaften festmachen, was auch die Verwendung unterschiedlicher Bewertungsansätze erforderlich macht.

Beispielhaft können die in der deutschen Immobilienbewertung vornehmlich verwendeten Wertbegriffe angeführt werden:<sup>58</sup>

- der Verkehrswert,
- der Beleihungswert,
- der Versicherungswert,
- der Einheitswert bzw. der steuerliche Bedarfswert.

Die Wertbegriffe implizieren bereits die zugrunde liegenden verschiedenen Bewertungsanlässe. Dem stehen in der amerikanischen Immobilienbewertung folgende Wertbegriffe gegenüber:<sup>59</sup>

- Market value
- Going-Concern Value
- Assessed Value
- Use Value
- Investment Value
- Insurable Value

Ihre unterschiedlichen Ansätze lassen sich exemplarisch am Vergleich von Verkehrswert und Versicherungswert verdeutlichen. Während der Verkehrswert laut seiner Definition den im Rahmen einer gewöhnlichen Transaktion zu erzielenden Tauschwert wiederzugeben versucht, unterliegt dem Versicherungswert der ortsübliche Neubauwert<sup>60</sup> als Bemessungsgrundlage.<sup>61</sup> Es muss als unwahrscheinlich angesehen werden, dass die Kosten für den Neubau einer Immobilie mit dem im Markt wahrscheinlich zu erzielenden

---

<sup>56</sup> Vgl. Kleiber/Simon/Schröter, Verkehrswertermittlung von Grundstücken, S. 109–114.

<sup>57</sup> Vgl. Phillips, The Appraisal of Real Estate, S. 13f.

<sup>58</sup> Vgl. Leopoldsberger/Thomas/Naubereit, Immobilienbewertung, S. 460.

<sup>59</sup> Vgl. Phillips, The Appraisal of Real Estate, S. 13.

<sup>60</sup> Bei der für Geschäfts- und Wohnimmobilien üblichen Neuwertversicherung.

<sup>61</sup> Vgl. Kleiber/Simon/Schröter, Verkehrswertermittlung von Grundstücken, S. 112.

Preis identisch sind. Hierfür spricht, dass bei der Ermittlung des Versicherungswertes Grund und Boden nicht berücksichtigt werden, da sie als unzerstörbar gelten,<sup>62</sup> die im Verkehrswert berücksichtigte Wertminderung durch Alter und Abnutzung kann nur begrenzt im Versicherungswert abgebildet werden sowie die im Verkehrswert beinhalteten Wertschwankungen aufgrund von Marktbewegungen, die in den Rekonstruktionskosten nicht reflektiert werden können.

In der internationalen Bewertungspraxis entfallen der Großteil der Wertermittlungen auf den Verkehrswert bzw. Marktwert und seine internationalen Pendants.<sup>63</sup> Diese Dominanz unterstreicht das Informationsdefizit, das mit dem heterogenen und begrenzt fungiblen Wirtschaftsgut Immobilie verbunden ist. Der Verkehrswert dient somit als Preisindikator bzw. -substitut. Er nimmt nicht nur aufgrund seiner transaktionsorientierten Auslegung eine besondere Rolle ein, sondern – im Gegensatz zu anderen Wertbegriffen<sup>64</sup> – auch aufgrund der Vielzahl von Methoden, die zu seiner Ermittlung herangezogen werden. Die grundlegenden Bewertungsansätze für die Bewertung von Immobilien werden im Folgenden vorgestellt.

## 2.2 Die fundamentalen Bewertungsansätze

Für die Bewertung von Immobilien stehen grundsätzlich drei Ansätze zur Verfügung, von denen sich alle in der weltweiten Praxis verwendeten Varianten ableiten lassen; in der amerikanischen Bewertung spricht man auch von: „the three approaches“.<sup>65</sup> Einen guten Überblick über die Ansätze bietet eine Zusammenfassung von Barthel<sup>66</sup>, die der tabellarischen Übersicht zugrunde liegt:

Diese Kategorisierung gilt für Bewertung im Allgemeinen wie für Immobilien im speziellen. Es sollte stets berücksichtigt werden, dass – anders als die Bezeichnungen vermuten lassen – Bewertung explizit oder implizit immer eine Form von Vergleich darstellt.<sup>67</sup> Der Vergleich ist intrinsisch mit der Bewertung verbunden, da es sich um die Bestimmung eines Nutzenäquivalents handelt.<sup>68</sup> Das Äquivalent kann in monetärer Form festgelegt werden; möglich sind jedoch auch nicht-monetäre Bezugsgrößen, wie es in

---

<sup>62</sup> Vgl. Leopoldsberger/Thomas/Naubereit, Immobilienbewertung, S. 463f.

<sup>63</sup> Vgl. Gelbtuch/Mackmin/Milgrim, Real Estate Valuation in Global Markets, S. 29–31; vgl. Lind, The definition of market value, S. 159–174.

<sup>64</sup> Als Gegenbeispiel können der steuerliche Bedarfswert und der Versicherungswert dienen, die mittels genau spezifizierter Methoden ermittelt werden.

<sup>65</sup> Vgl. Kleiber, Interview; vgl. Phillips, The Appraisal of Real Estate, S. 62.

<sup>66</sup> Vgl. Barthel, Unternehmenswert: Die vergleichsorientierten Bewertungsverfahren, S. 152.

<sup>67</sup> Vgl. Vella, Interview und Göth, Interview, sowie Kleiber/Simon/Weyers, Verkehrswertermittlung von Grundstücken, S. 905.

<sup>68</sup> Dies gilt für den allgemein verwendeten Tauschwert.

einer Wirtschaft ohne Währung notwendig wäre. Der Wert einer Hütte kann z.B. als Äquivalent zu einer bestimmten Zahl Nutztiere festgelegt werden.

<b>Ansatz</b>	<b>Basiskriterium</b>	<b>Hauptvarianten</b>
Nutzenorientierung	Zukunftsertrag	Ertragswert-Verfahren
	Zukunftsüberschuss	DCF-Verfahren
	Zukunftsrisiken	APT-Verfahren
Einzelwirtschaftsgut-orientierung	Rekonstruktionswerte	Substanzwert-Verfahren
	Abwicklungswerte	Liquidationswert-Verfahren
	Marktwerte aller Wirtschaftsgüter	Asset-Wert-Verfahren
Vergleichsorientierung	Realisierte Kaufpreise	Comparative Company Approach
	Branchengewinn/CF	Market Multiples
	Branchenkennziffer	Vergleichswert-Verfahren

**Tabelle 2: Die grundlegenden Bewertungsansätze**

Über den intrinsischen Vergleichscharakter des Bewertens hinaus lässt sich weiterhin für jeden der drei grundlegenden Wertermittlungsansätze ein Vergleichen belegen. Während dies auf offensichtliche Weise beim Vergleichswertansatz geschieht, handelt es sich bei der Nutzenorientierung, deren prominenteste Ausprägung der Ertragswertansatz ist, um eine indirekte Form von Vergleich. Die finanzielle Vorteilhaftigkeit des Eigentums an einer Immobilie wird über einen Kapitalisierungszins von vergleichbaren Objekten bestimmt.<sup>69</sup> Der Kapitalisierungszins dient hier als Vergleichsmerkmal für das Verhältnis von Ertragskraft zu Kaufpreis entsprechender Objekte, wobei eine oder mehrere Perioden berücksichtigt werden können. Diese abstrakte Form des Vergleichs liegt auch der Bewertung von Wertpapieren zugrunde, wo sie sich bewährt hat.<sup>70</sup>

Auch bei der Einzelwirtschaftsgutorientierung – für Immobilien der Sachwertansatz – handelt es sich um eine Form von Vergleich.<sup>71</sup> Im Rahmen der Wertermittlung vergleicht der Gutachter die Kosten der Entwicklung einer neuen oder einer Ersatzimmobilie mit demselben Nutzwert wie das betrachtete Objekt. Um eine größtmögliche Vergleichbarkeit zu gewährleisten werden Unterschiede bezüglich Alter, Zustand und Nutzwert des Objekts explizit bei der Wertfindung berücksichtigt.

<sup>69</sup> Vgl. Fisher/Martin, Income Property Valuation, S. 145.

<sup>70</sup> Vgl. Brealey/Myers, Principles of Corporate Finance, S. 59–62.

<sup>71</sup> Vgl. Phillips, The Appraisal of Real Estate, S. 349.

Inwiefern die verschiedenen Ansätze den Wert eines Objekts widerspiegeln können, ist im Weiteren noch zu klären, jedoch wird es offenkundig, dass der Vergleich stets als Grundlage der Wertermittlung dient, unabhängig vom gewählten Ansatz. Weiterhin zeigt sich, dass es sich nicht um drei voneinander unabhängige Ansätze handelt.<sup>72</sup> Gleichzeitig wird auch die inhärente Schwäche der Immobilienbewertung offensichtlich, da ein genauer Vergleich nach möglichst ähnlichen Objekten verlangt, Immobilien jedoch höchst heterogene Güter sind. Hieraus ergibt sich das Spannungsfeld der Immobilienbewertung, das einen Kompromiss zwischen der begrenzten Vergleichbarkeit von Immobilien und den Risiken der Abstraktion erforderlich macht.

## 2.3 Kritische Betrachtung der Immobilienbewertung

### 2.3.1 Wissenschaftlicher Anspruch

Schon aufgrund der Tatsache, dass sich in der Immobilienbewertung mehrere Ansätze etabliert haben und mit unterschiedlicher Häufigkeit zur Anwendung kommen, wird die Erkenntnis belegt, dass jeder Ansatz mit Stärken und Schwächen behaftet sein muss. Obwohl sich bestimmte Ansätze als bewährt und dominant erwiesen haben, ist – unabhängig von der korrekten Anwendung – stets zu prüfen, ob der gewählte Ansatz der vorliegenden Bewertungsproblematik gerecht wird. Mit der Bewertung ist somit stets die Ungewissheit verbunden, wie viel Konfidenz den ermittelten Werten beigemessen werden kann. Weitere Unsicherheit ergibt sich aus den Grenzen der Anwendbarkeit ökonomischer Prinzipien und Methoden auf reale Sachverhalte, da ihnen oft realitätsferne Prämissen und Einschränkungen unterliegen.<sup>73</sup>

Eine berechtigte Frage stellt in diesem Zusammenhang Gilbertson mit der Formulierung: „Appraisal or Valuation: An Art or a Science?“<sup>74</sup> Er zielt dabei auf den Konflikt zwischen den wissenschaftlichen Prinzipien des Bewertens und deren begrenzte Anwendbarkeit unter realen Bedingungen durch den Gutachter, welcher zwingend Spielraum für menschliches Ermessen – und somit Ungenauigkeiten – lässt. Als besonders problematisch erweist sich die Unvollkommenheit des Marktes, die sich insbesondere in beschränkter Information ausdrückt.<sup>75</sup> Hierfür lassen sich drei Gründe anführen:<sup>76</sup>

---

<sup>72</sup> Vgl. Wincott, The Myth of Three Independent Approaches to Value, S. 16–21.

<sup>73</sup> Vgl. Morgan, Deutsche Wertermittlungsrichtlinien verbesserungsfähig, S. 4 und Leopoldsberger/Thomas/Naubereit, Immobilienbewertung, S. 460f.

<sup>74</sup> Vgl. Gilbertson, Appraisal or Valuation: An Art or a Science, S. 86–88.

<sup>75</sup> Vgl. Bone-Winkel/Schulte/Focke, Begriff und Besonderheiten der Immobilie als Wirtschaftsgut, S. 23 bzw. Gilbertson, Appraisal or Valuation: An Art or a Science, S. 86, sowie Peto, Market information management for better valuations, S. 419.

1. Eine ungenügende Zahl von Transaktionen für die Gewinnung von Marktdaten.
2. Eine ausreichende Anzahl von Transaktionen, deren Information jedoch nicht zugänglich ist.
3. Begrenzte Übertragbarkeit der Transaktionen aufgrund stark abweichender Eigenschaften.

Mangels hinreichender Datengrundlage wird die professionelle Erfahrung des Gutachters gefordert; das Ergebnis entfernt sich von den wissenschaftlichen Grundsätzen und Annahmen.<sup>77</sup>

Es lassen sich Stärken und Schwächen bezüglich der Datenlage in den unterschiedlichen Bewertungsräumen und -kulturen feststellen, die sich auch auf die bevorzugten Bewertungsansätze auswirken. Der in Großbritannien dominante Comparison Approach baut auf einer ausreichenden Anzahl von vergleichbaren Transaktionen auf.<sup>78</sup> Die korrekte Anwendung, die den in Großbritannien gewünschten direkten Marktbezug herstellt, erfordert also den Zugriff auf einen substantiellen Datenbestand aktueller Markttransaktionen. Vor allem die dort im Markt typischen Immobiliendienstleister, die neben der Erstellung von Gutachten auch als Makler und Berater tätig sind, verfügen über einen entsprechenden Datenbestand. Im Gegensatz hierzu tritt der deutsche Gutachter tendenziell als „Einzelkämpfer“ am Markt auf, d.h. ohne Rückgriffsmöglichkeiten auf die Ressourcen eines am Markt tätigen Unternehmens. In der Regel beschränkt sich die Tätigkeit des Sachverständigen auf die Erstellung von Gutachten, ohne direkt an Transaktionen von zu bewertenden Objekten beteiligt zu sein.<sup>79</sup> Korrespondierend mit diesem Umstand spielt der Vergleichswertansatz in Deutschland eine eher untergeordnete Rolle.<sup>80</sup>

### 2.3.2 Zukunftsorientierung von Marktwerten

Ein kritischer Punkt bei der Betrachtung der Immobilienbewertung ist die Zukunftsorientierung von Marktwerten. In der Diskussion über die Vor- und Nachteile der deutschen Immobilienbewertung im Vergleich mit der angelsächsischen wird dem deutschen Ertragswertverfahren die Verwendung historischer Daten im Gegensatz zum prognose-

---

<sup>76</sup> Vgl. Peto, Market information management for better valuations, S. 413.

<sup>77</sup> Vgl. Johnson/Davies/Shapiro, Modern Methods of Valuation, S. 204f. und Gilbertson, Appraisal or Valuation: An Art or a Science, S. 86.

<sup>78</sup> Vgl. Edge, Interview.

<sup>79</sup> Vgl. Leopoldsberger/Thomas/Naubereit, Immobilienbewertung, S. 457.

<sup>80</sup> Vgl. McParland/Adair/McGreal, Valuation Standards, S. 134.

basierten Discounted-Cashflow-Ansatz vorgeworfen.<sup>81</sup> Unabhängig von der Aussagekraft der Unterstellung ergibt sich für Bewertungsadressaten die Frage nach dem Zukunftsbezug eines ermittelten Wertes. Inwieweit können auf historischen Daten basierte oder mithilfe von Prognosen erstellte Bewertungen einen nachhaltigen Wert finden? Während historische Daten beleg- und für den Adressaten nachvollziehbar sind, fehlt ihnen die Berücksichtigung der zukünftigen Entwicklung des Marktes. Prognosen bieten zwar Zukunftsorientierung, jedoch unterliegen sie substantieller Unsicherheit und sind nur begrenzt plausibilisierbar. Die Bewertung steht somit augenscheinlich im Interessenkonflikt zwischen Sicherheit und Zukunftsorientierung.<sup>82</sup>

Bei genauerer Betrachtung lässt sich ein Interessenkonflikt in der Regel jedoch ausschließen. In der Definition des deutschen Verkehrswerts findet sich kein expliziter Verweis auf einen Zukunftsbezug.<sup>83</sup> Hierfür besteht auch keine Notwendigkeit, da im Allgemeinen der in der Definition beschriebene Zeitpunkt der Wertbestimmung nicht in der Zukunft liegt. Nichtsdestotrotz ist die Notwendigkeit der Zukunftsorientierung bei der Ermittlung von Marktwerten zu bejahen. Sie findet sich jedoch implizit in den Zukunftserwartungen der Marktteure und schlägt sich so in den bewertungsrelevanten Parametern – seien es Vergleichspreise, Marktmieten oder Liegenschaftszinssätze – nieder.<sup>84</sup> Diese Daten können zeitnah erhoben und dokumentiert werden. Die Zukunftsorientierung wird folglich dort berücksichtigt, wo sie von Relevanz ist: bei den Marktteuren, deren Kalkül der Marktwert abzubilden versucht, ohne dass es einer expliziten Prognose bedarf.<sup>85</sup> Es kann festgehalten werden, dass Zukunftsorientierung per se nicht Maßstab der Wertermittlung ist, sondern die adäquate Abbildung des Marktkalküls, um einen marktnahen Wert zu ermitteln.

Bei der ertragsorientierten Bewertung kann jedoch nicht gänzlich auf Prognose verzichtet werden, da sie inhärent mit diesem Ansatz verbunden ist, der auf einer Kapitalisierung der zukünftigen Erträge basiert. Unabhängig vom gewählten Verfahren ist eine Einschätzung der in der Zukunft anfallenden Erträge zu treffen.<sup>86</sup> Relative Sicherheit über die anfallenden Erträge besteht nur über den Zeitraum eines abgeschlossenen Vertrags, unter Berücksichtigung der Bonitätsrisiken. Jenseits dieses Zeitraums muss jedoch konsolidiert werden, dass „Marktprognosen sehr unsicher sind und wenn überhaupt, nur für einen sehr engen Zeitraum abgegeben werden können.“<sup>87</sup> In Verbindung mit der be-

---

<sup>81</sup> Vgl. Kleiber, Was sind eigentlich die sog. Internationalen Bewertungsverfahren?, S. 203.

<sup>82</sup> Vgl. Dorchester, Interview.

<sup>83</sup> Vgl. § 194 BauGB.

<sup>84</sup> Vgl. Kleiber, Was sind eigentlich die sog. Internationalen Bewertungsverfahren?, S. 203.

<sup>85</sup> Vgl. Vella, Interview.

<sup>86</sup> Vgl. Morgan, Deutsche Wertermittlungsrichtlinien verbessungsfähig, S. 4.

<sup>87</sup> Simon, Probleme mit dem Ertragswertverfahren, S. 231.

schränkten Information auf den Immobilienmärkten können sich so abweichende Einschätzungen über die Marktentwicklung bilden, die zu unterschiedlichen Bewertungen führen.

### 2.3.3 Wertentwicklung im Zeitablauf

Der Mietzins ist der entscheidende Werttreiber bei der Anwendung des Ertragswertansatzes, da er ungleich hohen Einfluss auf das Bewertungsergebnis hat.<sup>88</sup> Gleichzeitig ist jedoch davon auszugehen, dass die zum Wertermittlungsstichtag angesetzten zukünftigen Mieteinnahmen sich im Laufe der Zeit verändern werden.<sup>89</sup> Der Ertragswert einer Immobilie verändert sich somit – unter Vernachlässigung anderer Faktoren – im Zeitablauf parallel zur Entwicklung des Mietmarktes.<sup>90</sup> Mit Rückblick auf die Unsicherheit von Prognosen ist für Bewertungsadressaten deshalb zu betonen, dass ein Immobilienwert – aus gutem Grund – stets stichtagsbezogen ermittelt wird und sich im Lauf der Zeit verändert. Eine Antizipation von Marktentwicklungen bei der Bewertung birgt unnötiges Risiko, da es sich nur um eine Hoffnung handelt, dass sich der Markt in der prognostizierten Weise entwickelt. Der Londoner Immobiliencrash in den 1990er Jahren dokumentiert auf eindrucksvolle Weise das Gefahrenpotential einer solchen Vorgehensweise.<sup>91</sup>

## 2.4 Zusammenfassung

Wertermittlungen im Allgemeinen und Immobilienbewertungen im Speziellen werden erst aufgrund des Mangels liquider Märkte und homogener Güter, die das Zustandekommen eins aussagekräftigen Preises ermöglichen, notwendig.<sup>92</sup> Dem Sachverständigen fällt die Aufgabe zu, diese Mängel zu kompensieren und ein Preissubstitut zu finden – den Wert. In Abhängigkeit des Bewertungsanlasses können verschiedene Wertdefinitionen unterlegt werden, die zu sich – teilweise erheblich – unterscheidenden Ergebnissen führen können. Mit Blick auf den monetären Gegenwert einer Immobilie, der durch eine potentielle Veräußerung realisiert werden kann, bietet der transaktionsorientierte Markt-

---

<sup>88</sup> Vgl. Leopoldsberger, Kontinuierliche Wertermittlung von Immobilien, S. 203.

<sup>89</sup> Vgl. Kleiber, Was sind eigentlich die sog. Internationalen Bewertungsverfahren?, S. 201.

<sup>90</sup> Vgl. Rottke/Wernecke, Ein Immobilienwert ist nicht nur objektiv, S. 30.

<sup>91</sup> Vgl. Simon, Probleme mit dem Ertragswertverfahren, S. 231, sowie Ekelid et al., Treatment of uncertainty in appraisals of commercial properties, S. 393f.

<sup>92</sup> Die Unsicherheit nimmt mit sinkender Liquidität und Homogenität stark zu. Ein eindrucksvolles Beispiel stellen Kunstgegenstände dar, für die Wertschätzungen und erzielte Preis oft stark voneinander divergieren.

wert die größte Aussagekraft und spiegelt das wider, was im allgemeinen Sprachgebrauch als Wert einer Immobilie bezeichnet wird.

Die Wertermittlung stellt insofern eine „simulierte“ Markttransaktion dar. Hieraus ergibt sich das Dogma der Immobilienbewertung: Der Markt bestimmt nicht nur den Wert, sondern auch die Methode.<sup>93</sup> Die Bewertung kennt drei grundlegende Ansätze der Wertbestimmung, die jedoch im Kern stets einen Vergleich darstellen. Mit dem direkten oder indirekten Vergleichscharakter sind auch die potenziellen Schwächen der Immobilienbewertung verbunden. Die Güte des Vergleichs wird maßgeblich durch die Qualität der Vergleichsdaten bestimmt. Mit zunehmender Zukunftsorientierung des Vergleichs – wie es beim ertragsorientierten Ansatz der Fall ist – sind zudem die begrenzten Möglichkeiten der Prognose der Marktentwicklung zu berücksichtigen. Aus methodologischer Sicht und mit Blick auf eine Harmonisierung ist zudem immer nach dem Informationsgewinn und dem Marktbezug komplexerer Verfahren zu fragen.

---

<sup>93</sup> Vgl. Stroh/Archner, Der Markt ist die Benchmark, S. 25. Hierbei handelt es sich um eine Erkenntnis, die bereits in der Unternehmensbewertung Gültigkeit hat. Vgl. Barthel, Unternehmenswert: Der Markt bestimmt die Bewertungsmethode, S. 1145–1152.

### 3 Erfordernis einer harmonisierten Immobilienbewertung

#### 3.1 Die ökonomische Relevanz von Bewertungsstandards

##### 3.1.1 Die Implikationen der wirtschaftlichen Globalisierung für die Immobilienbewertung

Die schon seit geraumer Zeit prognostizierte Internationalisierung in der Immobilienwirtschaft ist im Zuge der wachsenden Globalisierung eine fassbare Realität geworden.<sup>94</sup> Der Begriff Globalisierung ist mittlerweile omnipräsent in Wirtschaft und Medien; das vom kanadischen Kommunikationsforscher Marshall McLuhan prognostizierte „global village“, in dem man zu jeder Zeit und überall wissen kann, was weltweit geschieht, ist Teil des medialen Alltags geworden. Obgleich die Globalisierung als Paradigma und Maxime für strategisches Management in der Wirtschaft dient, mangelt es an einer einheitlichen Definition und einem einheitlichen Verständnis des Begriffs.<sup>95</sup> Es sollte berücksichtigt werden, dass Globalisierung ein mehrdimensionales Phänomen darstellt, welches wirtschaftliche, soziale, kulturelle und weitere Aspekte beinhaltet. Der Schwerpunkt soll in diesem Kontext klar auf den ökonomischen Implikationen der Globalisierung liegen.

Als Ausgangspunkt kann hier die Definition der OECD dienen. Sie definiert die wirtschaftliche Globalisierung als: „Prozess, durch den Märkte und Produktion in verschiedenen Ländern immer mehr voneinander abhängig werden – dank der Dynamik des Handels mit Gütern und Dienstleistungen und durch die Bewegung von Kapital und Technologie.“<sup>96</sup> Die Schnittstellen zur Immobilienbewertung können anhand der vorliegenden Definition sauber abgeleitet werden. Die relevanten Aspekte sind der Handel mit Gütern und Dienstleistungen sowie die Bewegung von Kapital. Aufgrund ihrer namensgebenden Eigenschaft – der Unbeweglichkeit – erfahren Immobilien die Globalisierung passiv. Folglich müssen Nutzer zum Gut und das Kapital zum Anlageobjekt finden.<sup>97</sup>

Auf dem europäischen Markt lässt sich deutlich nachvollziehen, dass ein wachsender Teil der Immobilientransaktionen grenzüberschreitend ist, wie der folgenden Abbildung

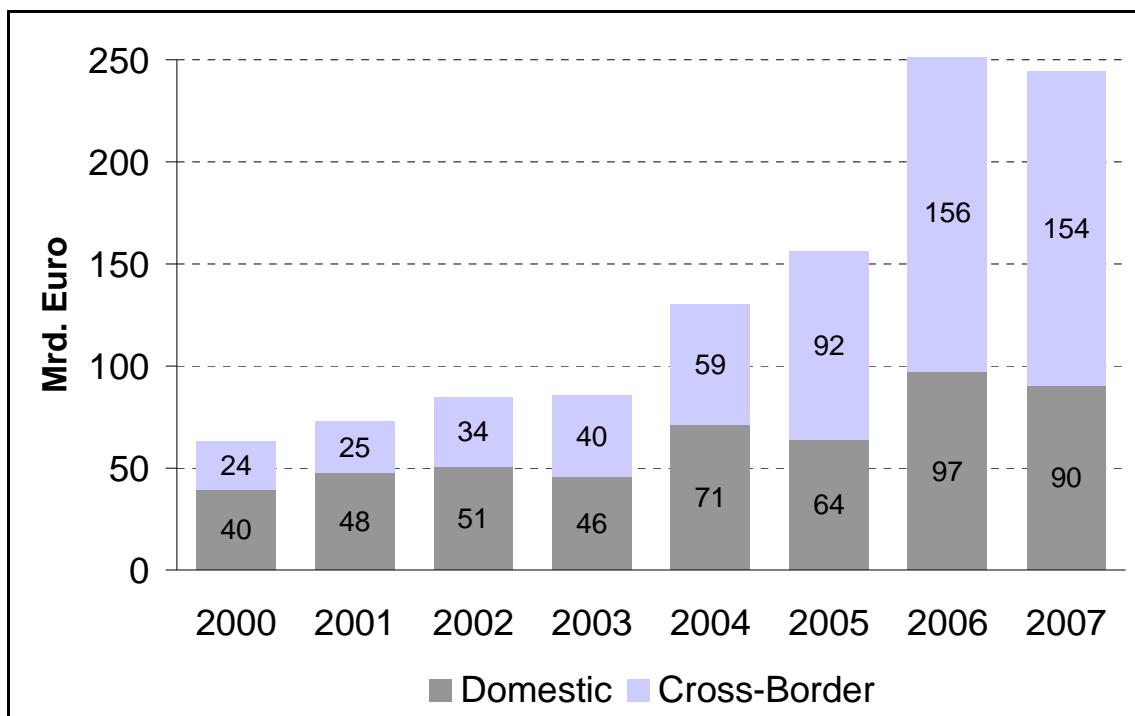
<sup>94</sup> Vgl. Schulte, Internationalisierung der Immobilienbewertung, S. 50 und White et al., Internationale Bewertungsverfahren für das Investment in Immobilien, S. 9.

<sup>95</sup> Vgl. Zeppernick, Wie wird die Globalisierung heute beurteilt?, S. 9.

<sup>96</sup> Vgl. Bergsdorf, Antworten auf die Globalisierung, S. 33.

<sup>97</sup> Dies trifft allerdings nur unter der Vernachlässigung von Kapitalmarktinstrumenten zur Liquidisierung und Fungibilisierung von Immobilien und Immobilienportfolios zu.

entnommen werden kann. Darüber hinaus erfährt der Gesamtmarkt für Direktinvestitionen ein starkes Wachstum, was neben dem relativen Wachstum der grenzüberschreitenden Transaktionen auch einen bedeutenden Anstieg der absoluten Werte dokumentiert. Der Gesamtwert der grenzüberschreitenden Immobilientransaktionen betrug 2004 nach den Angaben von Jones Lang LaSalle 40,7 Mrd. Euro und somit 42,6 % des Gesamtvolumens von 95,6 Mrd. Euro. Dies stellt im Vergleich zum Jahr 2000 ein Wachstum von 70 % der grenzüberschreitenden Transaktionen dar.<sup>98</sup> Diese Zahlen mussten später noch weiter nach oben korrigiert werden. Für das Jahr 2005 ergibt sich ein aktueller Wert von 156,3 Mrd. Euro wovon 59 % auf transnationale Investitionen entfallen. Für das Jahr 2006 wurde das Volumen sogar auf ca. 200 Mrd. Euro geschätzt<sup>99</sup> und trotzdem mit 242 Mrd. Euro deutlich überschritten – mit ähnlich starker Prognose für 2007.<sup>100</sup> Der Anteil der grenzüberschreitenden Transaktionen wird hier auf über zwei Drittel geschätzt.<sup>101</sup>



**Abbildung 3: Europäisches Volumen der Direktinvestition in Immobilien**  
Quelle: vgl. Jones Lang LaSalle, European Capital Markets Bulletin 2007, S. 2.

Gegen das starke Wachstum grenzüberschreitender Transaktionen kontrastiert sich das vergleichsweise geringe Volumen an Direktanlagen in den USA. Das Bureau of Economic Analysis ermittelte für das Jahr 2005 ein Direktanlagevolumen in Immobilien in den USA

<sup>98</sup> Vgl. Jones Lang LaSalle, European Capital Markets Bulletin - Full Year 2004, S. 1f.

<sup>99</sup> Vgl. Jones Lang LaSalle, European Capital Markets Bulletin 2006 H1, S. 2f.

<sup>100</sup> Vgl. Jones Lang LaSalle, European Capital Markets Bulletin 2006, S. 3.

<sup>101</sup> Vgl. Fründ, Das Ende der Beschaulichkeit, S. 39.

von ca. 1,8 Mrd. USD, bei einem Gesamtvolume aller Direktinvestitionen von 9,9 Mrd. USD. Auffallend ist der insgesamt starke Rückgang von Direktinvestitionen in den USA, der der folgenden Grafik entnommen werden kann.

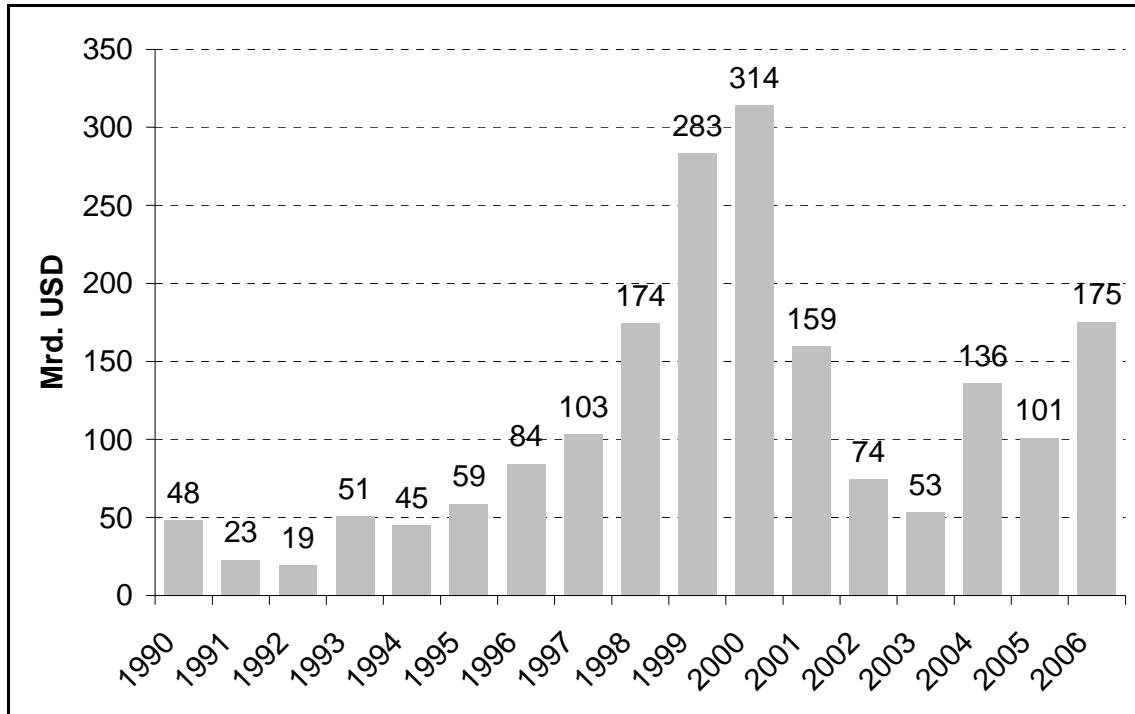


Abbildung 4: Direktanlagevolumen USA

Quelle: OECD ergänzt durch Daten des Bureau of Economic Analysis im U.S. Department of Commerce

Es ist zu berücksichtigen, dass die Trennung der Direktanlagen nach Industriezweigen ein potentiell zu geringes Volumen an Immobilieninvestitionen ausweist. Die mit unter 2 Mrd. USD bezifferte Direktanlage in Immobilien repräsentiert im Zeitablauf lediglich einen geringen Teil des gesamten Anlagevolumens, teilweise im einstelligen Prozentbereich. Dies muss schon deshalb als gering eingeschätzt werden, da Direktinvestitionen in anderen Industriezweigen stets auch eine Investition in Immobilien darstellen.<sup>102</sup> Nicht umsonst schätzt die U.K. Economist Intelligence Unit, dass der Immobilienanteil am globalen Direktinvestmentvolumen zwischen 5 % und 20 % anzusetzen ist.<sup>103</sup>

Daher ist davon auszugehen, dass die tatsächliche direkte und indirekte Investition in Immobilien in den USA deutlich höher liegt. Zudem ist das geringe Volumen vor dem Hintergrund des generellen Rückgangs von Direktinvestitionen zu sehen. Weiterhin ist im Vergleich zu den europäischen Zahlen zu berücksichtigen, dass das grenzüberschreitende

<sup>102</sup> Unter der realistischen Einschätzung, dass Immobilien notwendiger Produktionsfaktor der meisten Formen von Wertschöpfung sind. Vgl. auch Edge, The Globalization of Real Estate Appraisal, S. 88.

<sup>103</sup> Vgl. Edge, The Globalization of Real Estate Appraisal, S. 84.

Investitionsvolumen durch die geringe Ländergröße im Kontrast zu den USA einem multiplikativen Effekt unterliegt.

Die Betrachtung der globalen Immobilientransaktionen wird durch das Fehlen einer einheitlichen und umfassenden Erhebung (insbesondere für den asiatischen und osteuropäischen Raum) erschwert.<sup>104</sup> Dies darf jedoch nicht überraschen, da sich viele Märkte noch in der Entwicklung befinden. Unter der Vernachlässigung des Einbruchs im Direktinvestitionsvolumen in den USA ab dem Jahr 2001, das auch auf geopolitische Ereignisse, die außerhalb der normalen ökonomischen Entwicklung anzusiedeln sind, zurückzuführen ist, lässt sich ein deutliches Wachstum der grenzüberschreitenden Immobilientransaktionen belegen, das sich zukünftig mit dem weiteren Abbau von Handelsbarrieren noch verstärken wird.<sup>105</sup>

Die Immobilienbewertung als Dienstleistung unterliegt selbstredend nicht der Ortsgebundenheit von Immobilien und kann so prinzipiell grenzübergreifend angeboten werden. Dies ist im Zuge der steigenden Zahl internationaler Immobilientransaktionen auch notwendig und wird den Markt für Immobilienbewertung bestimmen.<sup>106</sup>

Prinzipiell sind die Anlässe von Bewertungen<sup>107</sup> international nicht signifikant unterschiedlich.<sup>108</sup> Die Globalisierung betrifft jedoch ihrer Natur nach vornehmlich transaktionsinduzierte Bewertungsanlässe sowie Bilanzierung und Offenlegung, die mit den rechtlichen Anforderungen an internationale Investoren einhergehen. Bei der Einschätzung des Einflusses der Globalisierung auf die internationale Immobilienbewertung muss jedoch von der Zunahme nationaler Bewertungen getrennt werden. Daher ist der Effekt der bilanzierungsinduzierten Bewertungen durch die IFRS nur vor dem Hintergrund der gewachsenen internationalen Immobilienportfolios der unter die neue Konzernrechnungslegung fallenden Unternehmen relevant, nicht jedoch die einhergehende Zunahme nationaler Bewertungen.

Es lassen sich somit zwei primäre Quellen für internationale Bewertungsanlässe identifizieren:<sup>109</sup>

---

<sup>104</sup> Vgl. Jones Lang LaSalle, Global Real Estate Transparency Index 2004, S. 7.

<sup>105</sup> Als prominentestes Beispiel können hier die Anschläge des 11. September 2001 genannt werden.

<sup>106</sup> Vgl. Brühl, Interview.

<sup>107</sup> Vgl. Bewertungsanlässe, S. 12.

<sup>108</sup> Baumunk, Immobilien und Immobilienbewertung im Zeitalter der Globalisierung, S. 126.

<sup>109</sup> Steuerliche Bewertungen grenzüberschreitend gehaltener Immobilien sind hier nicht zu Berücksichtigen, da in diesem Fall Bewertungsadressat (Steuer erhebende Entität) und Objekt im gleichen Land liegen.

1. die kontinuierlich steigende Anzahl grenzüberschreitender Immobilientransaktionen,
2. die mit dem Halten internationaler Immobilienbestände verbundenen Offenlegungs- und Bilanzierungspflichten.<sup>110</sup>

Zu beachten ist, dass beide Quellen miteinander verknüpft sind, da sich erst aus der Akquisition und dem Halten internationaler Immobilien Offenlegungs- und Bilanzierungspflichten ergeben können.

Internationale Transakteure stehen vor der Entscheidung Bewertungen potentieller Zielobjekte entweder durch Gutachter aus dem lokalen Markt der Immobilie oder von heimischen Sachverständigen durchführen zu lassen. Statt sich für eine der Alternativen und die mit ihr verbundenen Vor- und Nachteile entscheiden zu müssen, wird jedoch ein Zwischenweg favorisiert.<sup>111</sup> Die Kombination aus der vertrauten Vorgehensweise heimischer Sachverständiger und der Marktkenntnis lokaler Gutachter bildet eine deutlich zuverlässigere Entscheidungsgrundlage.<sup>112</sup>

Dieser Ansatz verlangt jedoch nach einem speziellen Typus des Bewertungsanbieters. Die Fähigkeit in verschiedenen internationalen Märkten zuverlässige Bewertungen durchzuführen zieht die Notwendigkeit nach sich, in den entsprechenden Märkten vertreten zu sein. Hieraus ergeben sich organisatorische Anforderungen, denen nur ein kleiner Teil der Immobilienbewertungsanbieter entspricht.<sup>113</sup>

Neben den organisatorischen Herausforderungen stellen sich Anbietern internationaler Bewertungsdienstleistungen zahlreiche weitere Probleme. Von besonderer Bedeutung ist in diesem Zusammenhang die mit der Globalisierung einhergehende Fragmentierung der Immobilienmärkte, die eine Fragmentierung der Immobilienbewertung nach sich zieht.<sup>114</sup>

Mit der Öffnung der Märkte müssen sich lokale Bewertungsanbieter zunehmend dem globalen Wettbewerb stellen. Darüber hinaus müssen sich nationale Bewertungsverfahren zunehmend gegenüber internationalen Ansätzen behaupten – es kommt zu ei-

---

<sup>110</sup> Insbesondere für Immobilienfonds, Versicherungen und nach IAS/IFRS bilanzierende Konzerne.

<sup>111</sup> Vgl. Dorchester, Interview.

<sup>112</sup> Vgl. Göth, Interview; vgl. Nitsch, Die Bedeutung lokaler Marktlagen für die Immobilieninvestition, S. 80f.

<sup>113</sup> Vgl. TEGoVA, A step to increased transparency in European real estate business, S. 2 sowie Edge, The Globalization of Real Estate Appraisal, S. 92.

<sup>114</sup> Vgl. Baumunk, Immobilien und Immobilienbewertung im Zeitalter der Globalisierung, S. 129.

nem Wettbewerb der Bewertungsansätze.<sup>115</sup> Dabei befindet sich die Branche international an einem kritischen Punkt, der eine Neuordnung des Marktes wahrscheinlich macht.<sup>116</sup> Exemplarisch lässt sich diese Entwicklung am Vergleich der britischen und deutschen Bewertungsanbieter beobachten. Die erfolgreiche Etablierung britischer Immobiliendienstleister im deutschen (und europäischen Markt), lässt sich unter anderem auf eine der Marktentwicklung besser angepasste Organisationsform zurückführen.<sup>117</sup>

### **3.1.2 Bewertungstransparenz und -validität als Fundament erfolgreicher Globalisierung**

Eine erfolgreiche Globalisierung von Märkten setzt voraus, dass diese auch globalen Anforderungen entsprechen.<sup>118</sup> Internationale Markakteure sehen sich häufig mit ihnen nicht vertrauten Marktgepflogenheiten konfrontiert, die den Marktzugang erschweren. Erst nachdem sie ein Verständnis für die lokalen Marktgegebenheiten entwickelt haben, können sie effektiv am Geschehen teilnehmen.<sup>119</sup> Solche Marktzutrittsbarrieren stellen nicht nur ein Hindernis für die Globalisierung dar, sondern können ebenfalls die Entwicklung des nationalen Marktes hemmen.<sup>120</sup>

In seiner Rede vom 2. Juni 2004 im Rahmen der 8. European Financial Markets Convention stellte der damalige Bundesminister der Finanzen Hans Eichel die zentrale Bedeutung von Markttransparenz für die Globalisierung des europäischen Finanzplatzes heraus.<sup>121</sup> Da sich Immobilien mittlerweile als eigene Anlageklasse neben Aktien und Anleihen etabliert haben und sich somit den gleichen Anforderungen stellen müssen, lässt sich diese Einsicht analog auf Immobilienmärkte übertragen. Markttransparenz ist ein entscheidendes Investitionskriterium für internationale Akteure.<sup>122</sup> Jones Lang LaSalle fasst Transparenz auf Immobilienmärkten in ihrer fortlaufenden globalen Erhebung in fünf

---

<sup>115</sup> Vgl. Baumunk, Immobilien und Immobilienbewertung im Zeitalter der Globalisierung, S. 126–128.

<sup>116</sup> Vgl. Vella, Interview

<sup>117</sup> Vgl. Morgan, The Natural History of Professionalisation and its Relevance to Valuation Methodology and Practice in the United Kingdom and Germany, S. 394f.

<sup>118</sup> Vgl. Baumunk, Immobilien und Immobilienbewertung im Zeitalter der Globalisierung, S. 130.

<sup>119</sup> Vgl. Jones Lang LaSalle, Global Real Estate Transparency Index 2004, S. 1.

<sup>120</sup> Vgl. Baumunk, Immobilien und Immobilienbewertung im Zeitalter der Globalisierung, S. 129–131.

<sup>121</sup> Vgl. Eichel, Exchanges and their Customers, S. 1–3.

<sup>122</sup> Vgl. Patton, Global Trends in Real Estate and Implications for the Japanese Recovery, S. 9.; vgl. Baumunk, Immobilien und Immobilienbewertung im Zeitalter der Globalisierung, S. 141.

Kernbereichen zusammen, die einen umfassenden Überblick über die entscheidenden Aspekte geben:<sup>123</sup>

- Verfügbarkeit akkurate Finanz- und Marktinformationen
- Regulatorische und rechtliche Rahmenbedingungen
- Durchsetzbarkeit von Rechtsansprüchen und Sicherheit von Eigentumsrechten
- Rechnungslegung sowie Unternehmensführung und -kontrolle börsennotierter Immobiliengesellschaften
- Baurecht und Bodenordnung

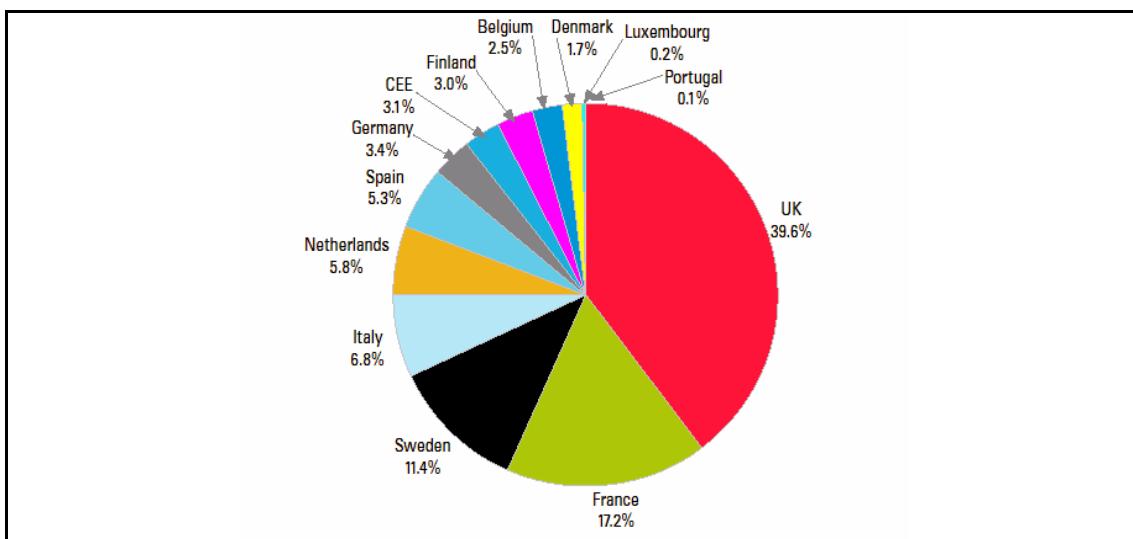


Abbildung 5: Grenzüberschreitende Immobilieninvestitionen Europa 2003

Quelle: Hilbers/Lei/Zacho, Real Estate Market Developments and Financial Sector Soundness, S. 11

Es besteht ein gut belegbarer Zusammenhang zwischen dem Verhalten internationaler Investoren und der Transparenz von Immobilienmärkten, unter der Berücksichtigung der eingeschränkten Quantifizierbarkeit von Transparenz.<sup>124</sup> Vor diesem Hintergrund erklärt sich auch der überproportional große Anteil an grenzüberschreitenden Immobilieninvestitionen in Großbritannien, das den höchsten europäischen Transparenzindex hat.<sup>125</sup>

Die Bewertungstransparenz von Immobilien ist essentieller Bestandteil der Markttransparenz, unabhängig davon, ob die Immobilienbewertung gesetzlich geregelt oder durch Berufsverbände in Form von Richtlinien und Verhaltenskodizes festgelegt ist. Sie findet sich in praktisch allen Kernaspekten der Markttransparenz direkt oder indirekt

<sup>123</sup> Vgl. Jones Lang LaSalle, Global Real Estate Transparency Index 2004, S. 1 u. S. 9.

<sup>124</sup> Vgl. Jones Lang LaSalle, Global Real Estate Transparency Index 2004, S. 9.

<sup>125</sup> Global hat sich Großbritannien jedoch von 2004 auf 2006 vom 4. auf den 5. Rang verschlechtert. Vgl. Jones Lang LaSalle, Global Real Estate Transparency Index 2006, S. 1.

wieder. Darüber hinaus ist Transparenz neben Genauigkeit und Konsistenz eine der drei Grundanforderungen an die allgemeine Immobilienbewertung.<sup>126</sup>

Der Forderung nach Transparenz basiert auf der Erkenntnis, dass die Effizienz der Märkte entscheidend durch sie beeinflusst wird. Geringe Transparenz wird in direkten Zusammenhang mit geringer Liquidität, hoher Volatilität und Bewertungsunsicherheit gesetzt.<sup>127</sup> Ein Mangel an Transparenz kann darüber hinaus als verstärkender oder sogar ausschlaggebender Faktor für Finanzkrisen verantwortlich gemacht werden.<sup>128</sup> Hier lässt sich ein direkter Bezug zur ökonomischen Relevanz von Immobilienbewertung herstellen. Die allgemein übliche Besicherung von Krediten mit Immobilienwerten kann bei schlechter Bewertungstransparenz unter dem Druck fallender Marktpreise Auslöser erheblicher Banken Krisen sein, die sich zu globalen Finanzkrisen ausweiten können, wie das Beispiel Japans demonstriert hat.<sup>129</sup>

Die japanische Krise stellt einen bekannten Einzelfall aus einer Serie von immobilieninduzierten Banken Krisen dar. Einen Überblick gibt Tabelle 3.

Land	Anfang der Krise	Höhepunkt der Krise
Spanien	1979	1983
Mexiko (I)	1982	1984
Niederlanden	1982	1982
Kanada	1983	1985
Irland	1985	1986
Finnland	1991	1992
Japan	1992	1996
Schweden	1992	1993
Mexiko (II)	1994	1996
Thailand	1997	1998
Malaysia	1998	1998

**Tabelle 3: Zeiträume von Banken Krisen**

Quelle: Hilbers/Lei/Zacho, Real Estate Market Developments and Financial Sector Soundness, S. 9

HILBERS/LEI/ZACHO konnten in ihrer empirischen Untersuchung darlegen, dass die Immobilienmärkte sowohl für Wohn- als auch für Gewerbeimmobilien im Vorfeld der betrachte-

<sup>126</sup> Vgl. Edge, The Globalization of Real Estate Appraisal, S. 84

<sup>127</sup> Vgl. Witherell, The Roles of Market Discipline and Transparency in Corporate Governance Policy, S. 2–7.

<sup>128</sup> Vgl. Rosengren, Will Greater Disclosure and Transparency Prevent the Next Banking Crisis?, S. 2–10.

<sup>129</sup> Vgl. Glauber, Discussions of the Financial Crisis, S. 1 f.

ten Banken Krisen nach einem starken Preisanstieg drastisch einbrachen. Somit kann ein direkter empirischer Zusammenhang von Immobilienmärkten und Finanzkrisen belegt werden, der die gesamtkökonomische Relevanz von Immobilien unterstreicht.<sup>130</sup> Abbildung 6 verdeutlicht den starken Zusammenhang von Immobilien- und Finanzkrisen.

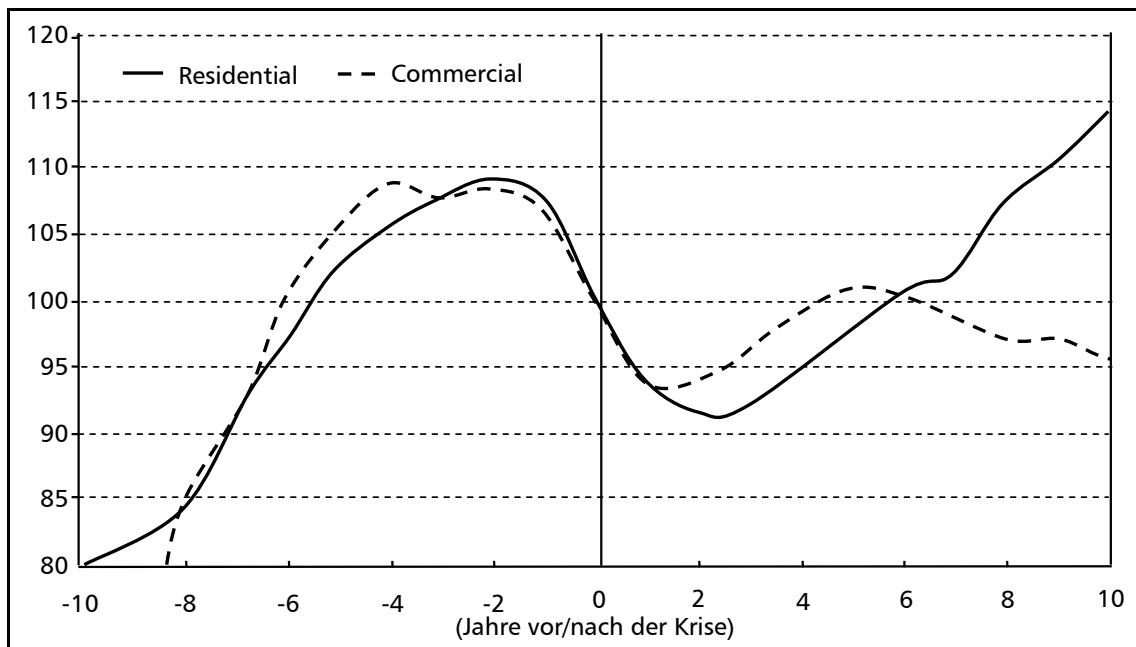


Abbildung 6: Durchschnittliche Immobilienpreise und Finanzkrise

Quelle: Hilbers/Lei/Zacho, Real Estate Market Developments and Financial Sector Soundness, S. 12.

Um solchen Fehlentwicklungen vorzubeugen beauftragte die RICS eine Arbeitsgruppe unter der Leitung von Michael Mallinson, die ihre Ergebnisse im März 1994 veröffentlichte, der bereits zitierte Mallinson Report. Der Report moniert die Verwendung überhöhter Immobilienbewertungen für die Erzielung überdurchschnittlicher Transaktionsabschlüsse, die in hohem Maße zu Fehlentwicklungen des Marktes beitragen können.<sup>131</sup> Die RICS erkannte somit die Rolle von Bewertungen für die Entwicklung der Märkte. Die Empfehlungen des Mallinson Reports zielen darauf ab, Vorgaben für die Immobilienbewertung zu geben, die eine solide und nachhaltige Entwicklung der Immobilienmärkte und hinreichende Transparenz der Bewertungen sicherstellen sollen.<sup>132</sup>

Bewertungstransparenz erhält im Kontext der Globalisierung eine noch größere Bedeutung als in der nationalen Immobilienbewertung.<sup>133</sup> Während sich innerhalb eines Mark-

<sup>130</sup> Vgl. Hilbers/Lei/Zacho, Real Estate Market Developments and Financial Sector Soundness, S. 28–34.

<sup>131</sup> Vgl. Peto/French/Bowman, Price and worth, S. 79.

<sup>132</sup> Vgl. French, Investment Valuation, S. 48.

<sup>133</sup> Vgl. Baumunk, Immobilien und Immobilienbewertung im Zeitalter der Globalisierung, S. 141.

tes Gutachter und Bewertungsadressat im demselben rechtlichen Rahmen und innerhalb von beiden Seiten vertrauten Marktgepflogenheiten bewegen, fehlt internationalen Adressaten dieser Bezugsrahmen und ihr Bedürfnis nach Bewertungstransparenz ist entsprechend größer.<sup>134</sup>

Als Analogie kann die Entwicklung der International Accounting Standards herangezogen werden, deren Ziel insbesondere die Schaffung transparenter und zuverlässiger Rechnungslegungsrichtlinien ist, um den Ansprüchen der globalen Rechnungslegungsadressaten gerecht zu werden.<sup>135</sup> Genauso müssen sich Immobilienbewertungen einem globalen Publikum eröffnen, um den abstrakten Wert lokaler Immobilien für internationale Transakteure und ihre Finanzierer kommunizierbar und nachvollziehbar zu machen. Erst die Reduktion von Unsicherheit erlaubt eine effiziente Abwicklung von globalen Transaktionen, da andernfalls die Kosten für die Risikominimierung den Nutzen der Transaktion übersteigen können.

Die empirische Erkenntnis deckt sich diesbezüglich mit den Aussagen der neuen Institutionenökonomik und gilt sowohl für direkte als auch indirekte Immobilienanlagen.<sup>136</sup> In der Lehre der neuen Institutionenökonomik, die die neoklassische Annahme kostenloser Transaktionen auflöst, kann zur Betrachtung des Einflusses von Markttransparenz das Transaktionskostentheorem von COASE herangezogen werden.<sup>137</sup> Hiermit lässt sich darstellen, wie mangelnde Markttransparenz die Transaktionskosten – insbesondere Such- und Informationskosten (ex-ante) sowie Überwachungskosten (ex-post) – erhöht. Es lässt sich folgern, dass Bewertungstransparenz einen entscheidenden Faktor in der Globalisierung der Immobilienmärkte darstellt.

Weitere Voraussetzung einer erfolgreichen Globalisierung ist die Bewertungsvalidität, welche sich aus der Zuverlässigkeit und Konsistenz der Immobilienbewertung ergibt.<sup>138</sup> Transparenz schafft die Voraussetzung für ein Vertrauensverhältnis zwischen Gutachter und Adressat.<sup>139</sup> Dieses Vertrauensverhältnis muss jedoch durch Integrität in der Bewertung substantiiert und gerechtfertigt werden. Neben der Genauigkeit der Bewertung ist

---

<sup>134</sup> Vgl. TEGoVA, A step to increased transparency in European real estate business, S. 2.

<sup>135</sup> Vgl. International Accounting Standards Committee Foundation, Annual Report 2003, S. 20.

<sup>136</sup> Vgl. Naubereit/Gier, An Institutional Economic Analysis of Securitization in Real Estate, S. 1–12.

<sup>137</sup> Vgl. Coase, The nature of the Firm, S. 2–17.

<sup>138</sup> Vgl. Edge, The Globalization of Real Estate Appraisal, S. 86.

<sup>139</sup> Vgl. Witherell, The Roles of Market Discipline and Transparency in Corporate Governance Policy, S. 23.

in diesem Zusammenhang auch die Konsistenz von Relevanz, insbesondere für Unternehmen und Fonds, die zu regelmäßigen Bewertungen verpflichtet sind.<sup>140</sup>

Unter dem Aspekt der Globalisierung gewinnt die Bewertungsvalidität eine besondere Bedeutung, da die ermittelten Werte auch einem internationalen Vergleich standhalten müssen. Dabei muss eine Bewertung nicht nur eventuellen rechtlichen Vorgaben und Rechnungslegungsansprüchen eines internationalen Investors genügen, sondern die Wertermittlung muss auch das Informationsbedürfnis, das sich im Rahmen eines grenzüberschreitenden Benchmarks ergibt, befriedigen können.<sup>141</sup> Die Verwendbarkeit von Wertgutachten im internationalen Wert- und Renditevergleich gewinnt ihre Relevanz aus den treibenden Kräften der finanziellen Globalisierung. Das internationale Kapital kann durch die Liberalisierung der Kapitalmärkte auf der Suche nach der besten Verzinsung weltweit angelegt werden.<sup>142</sup> Für eine informierte Anlageentscheidung ist die Möglichkeit eines aussagekräftigen Renditebenchmarks sowohl zwischen internationalen Immobilienanlagen als auch zu anderen Anlageklassen unabdingbar.<sup>143</sup>

Es lässt sich feststellen, dass die Anforderungen der Globalisierung an die Immobilienbewertung, getrieben von dem Bedürfnis der globalen renditeorientierten Kapitalanlage, einen neuen Fokus auf die entscheidenden Faktoren der Immobilienbewertung legen und somit zu einer positiven Entwicklung der Immobilienbewertung beitragen können.<sup>144</sup>

Im Wettbewerb des internationalen Kapitals um rentable Anlagen hat sich die Immobilie bereits erfolgreich neben den klassischen Anlageformen etabliert. Die vergleichsweise geringe Transparenz der Immobilienmärkte, die unter anderem auf den Eigenschaften des Wirtschaftsguts Immobilie beruht, hat diese Entwicklung nicht aufgehalten. Gleichzeitig konnten die inhärenten Risiken schlechter Bewertungstransparenz aufgezeigt werden. Für einen nachhaltigen Erfolg der Anlageklasse Immobilie ist ein zufriedenstellendes Maß an Markt- und Bewertungstransparenz folglich geboten. Im Weiteren ist zu prüfen, wie die Bewertungstransparenz geschaffen und sichergestellt werden kann. Aus der Untersuchung lassen sich dann Anforderungen an eine harmonisierte Immobilienbewertung ableiten.

---

<sup>140</sup> Vgl. Leopoldsberger, Kontinuierliche Wertermittlung von Immobilien, S. 9.

<sup>141</sup> Vgl. Baumunk, Immobilien und Immobilienbewertung im Zeitalter der Globalisierung, S. 141.

<sup>142</sup> Vgl. Zeppernick, Wie wird die Globalisierung heute beurteilt?, S. 7.

<sup>143</sup> Vgl. McWilliams, Organizations Discuss Role of Valuation in Real Estate Capital Markets, S. 123.

<sup>144</sup> Vgl. Edge, The Globalization of Real Estate Appraisal, S. 86.

Die Forderung nach Transparenz und transnationaler Vergleichbarkeit von Immobilienbewertungen legt die Notwendigkeit einer Harmonisierung nahe. Durch eine Annäherung in der internationalen Immobilienbewertung kann ein verbessertes Maß an Vergleichbarkeit gewährleistet werden.<sup>145</sup> Einer potentiellen Harmonisierung stehen jedoch auf der anderen Seite nachhaltige bzw. nicht-beeinflussbare Unterschiede der Immobilienmärkte gegenüber, die eine mögliche Annäherung komplizieren oder verhindern können.<sup>146</sup> Hierzu zählen insbesondere:<sup>147</sup>

- rechtliche Rahmenbedingungen
- Steuergesetzgebung
- Verhalten der Marktakteure
- Objekt- und Lagequalitäten
- Marktzyklen
- Verfügbarkeit von Marktinformationen

Die Tatsache, dass die genannten Faktoren nicht nur mittel- sondern auch langfristig auf den verschiedenen Immobilienmärkte voneinander abweichen werden, kann sich zwar als Hindernis für eine erfolgreiche Harmonisierung und somit eine verstärkte Globalisierung erweisen, jedoch stellen die Unterschiede im gleichen Zug treibende Kräfte der internationalen Diversifikation dar. Bei völlig homogenen Märkten und synchronen Zyklen ergeben sich für transnationale Akteure keine Möglichkeiten zur Risikodiversifikation und zum Ausgleichen von Marktzyklen.

Daher muss der Wunsch nach vollständig integrierten Immobilienmärkten auch kritisch betrachtet werden. Oft genug wird vor der Anfälligkeit einer globalisierten und vernetzten Weltwirtschaft gegenüber durch Wirtschaftskrisen ausgelösten Kettenreaktionen gewarnt.<sup>148</sup> Mit Blick auf die Immobilienkrisen in Asien Ende des letzten Jahrzehnts stellt sich die Frage nach einem angemessenen Rahmen für die Globalisierung der Immobilienmärkte.<sup>149</sup> Größtmögliche Transparenz kann vor Fehlentscheidungen schützen und Volatilität eindämmen, jedoch nicht Markteinbrüche durch Fehlinvestitionen und irrationale Marktakteure verhindern.

---

<sup>145</sup> Vgl. Baumunk, Immobilien und Immobilienbewertung im Zeitalter der Globalisierung, S. 141.

<sup>146</sup> Vgl. Linneman, International Real Estate Investing, S. 41–52.

<sup>147</sup> Vgl. TEGoVA, A step to increased transparency in European real estate business, S. 2.

<sup>148</sup> Vgl. Bello, IMF's Role in the Asian Financial Crisis, S. 1.

<sup>149</sup> Vgl. Collyns/Senhadji, Lending Booms, Real Estate Bubbles, and The Asian Crisis, S. 4.

Grundsätzlich lassen sich zwei Ansatzmöglichkeiten für eine Harmonisierung der Immobilienbewertung unterscheiden:

- Etablierung eines einheitlichen internationalen Standards, der versucht, alle Immobilienmärkte inklusive ihrer Besonderheiten abzudecken – Top-Down,
- eine inkrementelle Annäherung der bestehenden Bewertungsstandards über gegenseitige Anerkennung und konzertierte Vereinheitlichungen – Bottom-Up.<sup>150</sup>

Die beiden Ansatzmöglichkeiten schließen sich in ihrer Umsetzung nicht gegenseitig aus und stellen archetypische Extreme dar, die im Spannungsfeld von theoretischer Vorteilhaftigkeit und praktischer Umsetzbarkeit stehen. Alternativ können auch die Bezeichnungen „harte“ und „weiche“ Harmonisierung verwendet werden, da sie den Charakter des jeweiligen Ansatzes widerspiegeln.

Während in der Literatur zur Harmonisierung der Immobilienbewertung ein Konsens darüber besteht, dass Transparenz und Vergleichbarkeit primär durch Harmonisierung erreicht werden können, wird die Frage nach der Vorgehensweise und die Wahl des Harmonisierungsansatzes unterschiedlich beantwortet.<sup>151</sup> Allen Betrachtungen gemein ist, dass eine – in Abhängigkeit vom Standpunkt des Autors unterschiedlich gewichtete – Kombination von Top-Down und Bottom-Up in Erwägung gezogen wird.

Der Markt für transnationale Immobilientransaktionen muss nicht durch eine harmonisierte Immobilienbewertung geebnet und geschaffen werden, er besteht bereits und befindet sich im rasanten Wachstum. Mit seiner steigenden wirtschaftlichen Bedeutung und dem mittlerweile substantiellen Anlagevolumen stellt sich die Frage, ob transnationale Immobilienbewertungen einen regulativen Rahmen benötigen.<sup>152</sup> Die Frage ist aufgrund der hohen Kapitalbindung von Immobilien und der gesamtwirtschaftlichen Relevanz der Immobilienbranche gerechtfertigt<sup>153</sup>, jedoch ist gleichzeitig anzuerkennen, dass eine Umsetzung, die der Partizipation aller betroffenen Nationen und Institutionen bedarf, kaum erreichbar ist. Als wahrscheinlicher ist die Adressierung dieser Thematik in bereits etablierten Regulativen anzusehen. Ein nahe liegendes Beispiel dafür ist die Base-

---

<sup>150</sup> Vgl. Edge, The Globalization of Real Estate Appraisal, S. 86.

<sup>151</sup> Vgl. Kleiber, Was sind eigentlich die sog. Internationalen Bewertungsverfahren?, S. 207, Dorchester, The Quest for International Valuation Standards, S. 84, Edge, The Globalization of Real Estate Appraisal, S. 86 und Baumunk, Immobilien und Immobilienbewertung im Zeitalter der Globalisierung, S. 141.

<sup>152</sup> Das Erfordernis einer internationalisierten Immobilienbewertung steht in diesem Kontext außer Frage. Vgl. Turner/White, Internationale Märkte verlangen internationale Verfahren / Teil 1, S. 27 sowie Turner/White, Internationale Märkte verlangen internationale Verfahren / Teil 2, S. 12.

<sup>153</sup> Vgl. Bone-Winkel/Müller, Bedeutung der Immobilienwirtschaft, S. 33–35; vgl. auch ausführlich Rehgugler, Die Immobilienwirtschaft nach Basel II, S. 196f.

ler Eigenkapitalverordnung, die an der Schnittstelle zwischen Fremdkapital und Immobilie bzw. Immobilienbewertung regulativ ansetzen kann.<sup>154</sup>

Um die Frage nach dem adäquaten Harmonisierungsansatz präzise ausformulieren zu können, ist es notwendig einen Überblick über das Ziel der Harmonisierung zu erlangen. Analog der Entwicklung eines Produktes muss zunächst ein Anforderungsprofil erstellt werden, das – mit Rücksicht auf den Kollektivgutcharakter des Verkehrswerts und unter Einbeziehung eventueller öffentlicher Belange – die Bedürfnisse sowohl der Gutachter als auch der Bewertungssadressaten berücksichtigt.<sup>155</sup>

## 3.2 Theoretische und praktische Anforderungen an eine harmonisierte Immobilienbewertung

### 3.2.1 Interessen der Bewertungssadressaten

Die Immobilienbewertung ist eine Dienstleistung und muss sich folglich an den Interessen und Wünschen der Nachfrage orientieren. Häufig sind die Nachfrager von Bewertungsgutachten auch gleichzeitig die Adressaten, wie es beispielsweise bei offenen Immobilienfonds der Fall ist.<sup>156</sup> Aber auch bei Erstellung eines Bewertungsgutachtens im Auftrag für Dritte ist anzunehmen, dass Adressat und Auftraggeber vergleichbare Anforderungen an die Bewertung stellen.<sup>157</sup> Somit stehen die Anforderungen der Bewertungssadressaten an eine harmonisierte Bewertung an erster Stelle bei der Erstellung eines Anforderungsprofils. Ein weiterer Grund für die vorrangige Berücksichtigung der Interessen der Adressaten liegt in ihrer von Natur aus geringeren Fachkenntnis der Materie. Der Sachverständige ist durch seine Qualifikation besser in der Lage den Bedürfnissen der Adressaten entgegenzukommen.<sup>158</sup>

Für die weitere Betrachtung ist es notwendig, die Gruppe der Bewertungssadressaten transnationaler Immobilienbewertungen in relevante Teilgruppen zu unterteilen, da sie keinesfalls homogen ist. Zu den Nachfragern und Adressaten transnationaler Immobilienbewertungen zählen:

---

<sup>154</sup> Vgl. Iblher et al., Immobilienfinanzierung, S. 551f; vgl. Schierenbeck, Basel II: Was ändert sich für Banken und Mittelstand?, S. 285–287.

<sup>155</sup> Vgl. Baumunk, Immobilien und Immobilienbewertung im Zeitalter der Globalisierung, S. 156.

<sup>156</sup> Vgl. Phillips, The Appraisal of Real Estate, S. 50–53.

<sup>157</sup> Dies gilt inhaltlich auch für Schiedsgutachten, nur mit der Einschränkung, dass offenbar konträre Wertziele vorliegen.

<sup>158</sup> Vgl. Dorchester, Interview.

Teilgruppe	Untergruppen
institutionelle Investoren	Immobilienfonds Immobilienaktiengesellschaften Versicherungsgesellschaften/Pensionskassen Immobilienleasinggesellschaften/-fonds Opportunity Funds Real Estate Investment Trusts (REITs)
Immobilienfinanzierer	Hypothekenbanken Geschäftsbanken
Non-Property-Companies	international agierende Konzerne transnationale Unternehmen <sup>159</sup>
Immobiliendienstleister	Makler Berater

**Tabelle 4: Adressaten transnationaler Immobilienbewertungen**

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Schulte/Holzmann, Institutionelle Aspekte der Immobilienökonomie

### 3.2.1.1 Institutionelle Investoren

Die Anforderungen der institutionellen Investoren lassen sich aus ihrer Definition ableiten. Institutionelle Investoren sind „juristische Personen [...], die im Sinne von Kapitalsammelstellen für Dritte Gelder professionell anlegen und verwalten, wobei die Kapitalanlagetätigkeit Haupt- oder Nebenzweck der unternehmerischen Tätigkeit sein kann“.<sup>160</sup> Die professionelle Anlage und Verwaltung von Kapital erfordert sowohl im Vorfeld der Investition als auch periodisch im weiteren Verlauf Rentabilitätsanalysen. Hier ist die Vergleichbarkeit verschiedener internationaler Immobilieninvestments sowohl untereinander als auch zu anderen Anlageformen entscheidend.<sup>161</sup> Der Wettbewerb zwischen den Anlageklassen lässt sich auch an den variierenden Anteilen bei der Neuanlage institutioneller Investoren ablesen, wie Abbildung 7 verdeutlicht. Dabei erfüllt die Analyse zwei Funktionen, zum einen intern als Informationsgrundlage für die Entwicklung der Anlagestrategie zum anderen extern für die Berichterstattung gegenüber den Kapitalgebern.<sup>162</sup>

<sup>159</sup> Im Gegensatz zu in mehreren Ländern vertretenen Konzernen sind transnationale Unternehmen lediglich länderübergreifend – insbesondere durch grenznahe Lage tätig.

<sup>160</sup> Walbröhl, Die Immobilienanlageentscheidung im Rahmen des Kapitalanlagemanagements institutioneller Anleger, S. 9.

<sup>161</sup> Vgl. Baumunk, Immobilien und Immobilienbewertung im Zeitalter der Globalisierung, S. 141.

<sup>162</sup> Vgl. Leopoldsberger, Kontinuierliche Wertermittlung von Immobilien, S. 284–288.

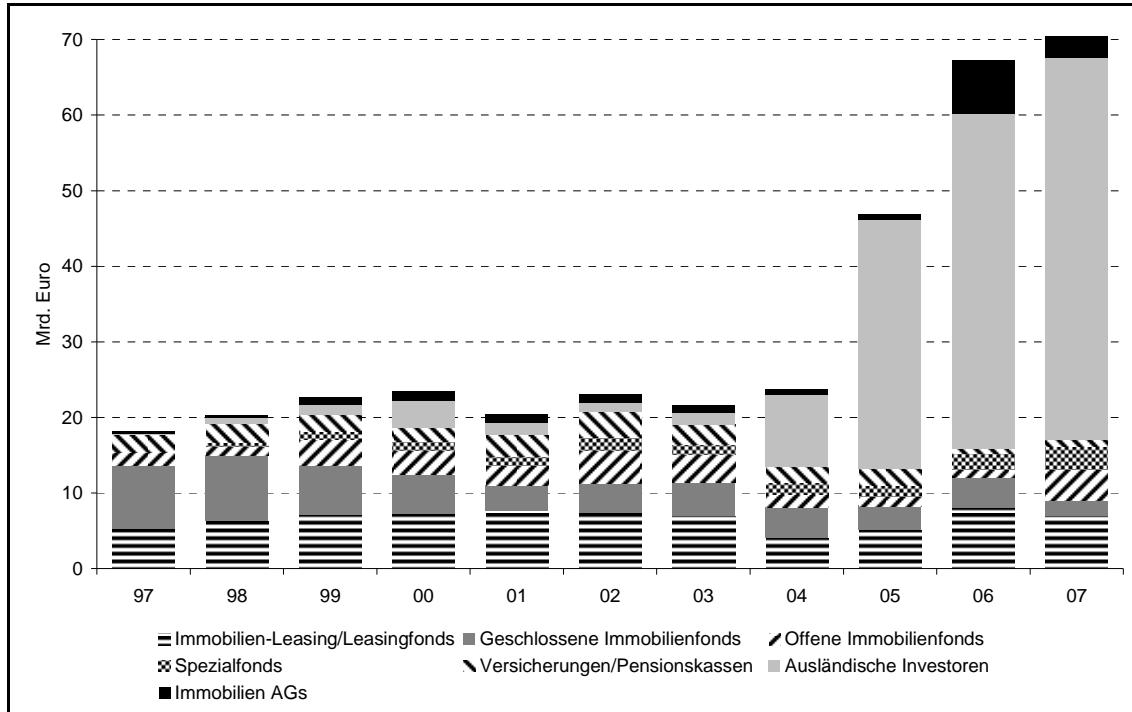


Abbildung 7: Übersicht über die Neuanlage institutioneller Immobilieninvestoren  
Quelle: BulwienGesa AG

Wesentliche Anforderungen der Anlagemanager an die Immobilienbewertung sind einheitliche Standards für die Erfassung der Zahlungsströme, die unterlegte Verzinsung und Vergleichbarkeit.<sup>163</sup> Weiterhin müssen Bewertungen auch das Risikomanagement institutioneller Investoren unterstützen und detaillierte Marktinformationen bereitstellen, wie z.B. Transaktionspreise und Nettoanfangsrenditen. Aufgrund der Tatsache, dass Immobilienbewertungen in diesem Kontext immer auch eine Grundlage für Investitionsentscheidungen darstellen, ist es aus Sicht des Bewertungsaudienten wünschenswert, wenn die verobjektivierte Bewertung bereits Schnittstellen zur Investitionsanalyse bietet.<sup>164</sup>

Diesen Bedarf hat auch der Bundesverband der Immobilien-Investment-Sachverständigen (BIIS) erkannt. Um dem Informationsbedürfnis der institutionellen Immobilieninvestoren gerecht zu werden, wird eine internationale Datenbank mit umfangreichen Bewertungs-, Transaktions- und Marktdaten entwickelt.<sup>165</sup> Die Entscheidung des BIIS dokumentiert

<sup>163</sup> Vgl. Worzala/Bernasek, European Economic Integration and Commercial Real Estate Markets, S. 164.

<sup>164</sup> Vgl. French, Investment Valuation, S. 52 und Baumunk, Immobilien und Immobilienbewertung im Zeitalter der Globalisierung, S. 141; vgl. auch Porten, Standardisierung der Immobilienanalyse, S. 9.

<sup>165</sup> Vgl. Stroh, Aktuelle Bewertungsfragen Offener Immobilienfonds, S. 413 sowie Archner, Unterscheiden sich die Bewertungen für Spezial- und Publikumsfonds?, S. 495f.

zugleich die Nachfrageorientierung der Sachverständigen auf dem Markt für Immobilienbewertungen.

### 3.2.1.2 Immobilienfinanzierer

Eine weitere wichtige Gruppe sind die Immobilienfinanzierer. Der mit Abstand größte Teil an gewerblichen Immobilienhypothekarkrediten in Deutschland entfällt auf Hypothekenbanken.<sup>166</sup> Allerdings macht der deutsche Markt nur noch ca. ein Drittel der Finanzierungen aus. Die Immobilienfinanzierung hat sich seit der Öffnung des Hypothekenbankgesetzes für grenzübergreifende Finanzierungen im Jahr 1988 erfolgreich internationalisiert, wie Abbildung 8 entnommen werden kann. Der Gesamtbestand der grenzüberschreitenden Gewerbeimmobilienfinanzierungen im Jahr 2005 betrug 58 Mrd. Euro, eine deutliche Zunahme im Vergleich zum Vorjahr, was die stetig wachsende Bedeutung des Auslandsgeschäfts für Pfandbriefbanken hervorhebt.<sup>167</sup>

Die starke Internationalisierung der Immobilienfinanzierungen führt bei den Instituten zu der Erkenntnis, dass der grenzüberschreitenden kreditwirtschaftlichen Wertermittlung mehr Aufmerksamkeit geschenkt werden muss. Globale Bewertungsstandards und Kenntnis ausländischer Bewertungsmethoden stehen hierbei im Vordergrund. Infolgedessen kam es zu einer Konsolidierung in der Beleihungswertermittlung. Die im Jahr 2003 abgeschlossene Zusammenführung aller methodischen Grundlagen und bankaufsichtlichen Anforderungen an die Ermittlung von Beleihungswerten wird infolge der zunehmenden Internationalität der Wertermittlung sowohl für Inlands- als auch für Auslandsbewertungen maßgeblich; eine Trennung entfällt. In dieser Veränderung zeichnet sich deutlich der Wunsch nach Transparenz in der Wertermittlung und Anerkennung im Ausland ab.<sup>168</sup> Die entsprechende Musterwertermittlungsanweisung ist nicht nur für die Ermittlung von Beleihungswerten sondern auch für die Marktwertermittlung konzipiert und kann somit auch als Vergleich zu anderen marktwertorientierten Bewertungsstandards herangezogen werden.

Immobilienfinanzierer stehen im Interessenkonflikt zwischen Akquisition und Risikomanagement. Hieraus ergibt sich ein Bedarf an qualitativ hochwertiger Wertermittlung, die sowohl dem Geschäftsinteresse des Finanzierers gerecht wird als auch die wirtschaftlichen Risiken realitätsnah abbildet. Immobilienfinanzierungen sind in der Regel langfristig und orientieren sich in der Laufzeit oft an der Nutzungsphase der Immobilie.<sup>169</sup> Infolgedessen steigen die Ansprüche an die Nachhaltigkeit der Wert-

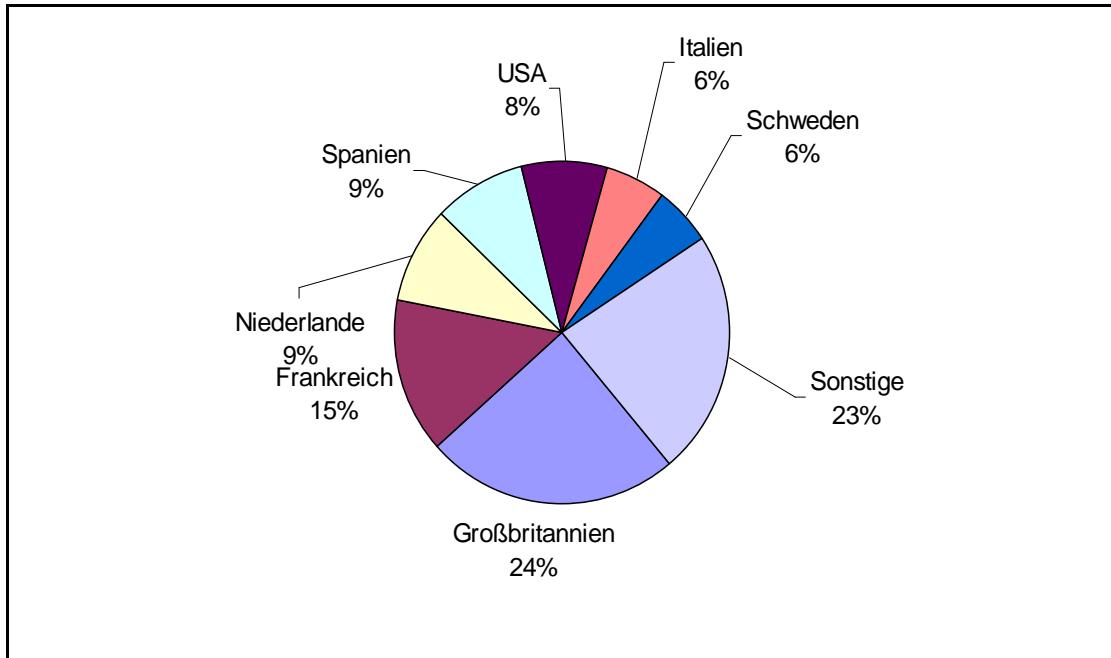
<sup>166</sup> Vgl. Verband Deutscher Hypothekenbanken, Jahresbericht 2004, S. 27.

<sup>167</sup> Vgl. Verband Deutscher Pfandbriefbanken, Jahresbericht 2005, S. 24.

<sup>168</sup> Vgl. Verband Deutscher Hypothekenbanken, Jahresbericht 2003, S. 75.

<sup>169</sup> Vgl. Schulte/Holzmann, Institutionelle Aspekte der Immobilienökonomie, S. 189.

ermittlung, die das Stichtagsprinzip der Wertermittlung deutlich überschreiten. Die Gültigkeit von Verkehrswertgutachten ist auf 12 Monate beschränkt, was im Allgemeinen die Dynamik der Immobilienmärkte realistisch berücksichtigt.<sup>170</sup> Immobilienfinanzierungen hingegen überschreiten diese Zeitspanne um ein Vielfaches, die Finanzierung muss jedoch bis zum Ende der Laufzeit ausreichend durch den Wert der Immobilie gesichert sein; der Betrachtungszeitraum liegt in der Regel zwischen 10 und 15 Jahren.<sup>171</sup>



**Abbildung 8: Verteilung der ausländischen Finanzierung von Gewerbeimmobilien (Bestand) auf Staaten**

Quelle: Verband Deutscher Pfandbriefbanken, Jahresbericht 2006, S. 30.

Für die Entscheidungsträger der Immobilienfinanzierer liegt der Fokus bei der Betrachtung von Wertermittlungen vor allem auf der Transparenz und Nachvollziehbarkeit der Werte. Die Entscheider müssen mit Hilfe des Gutachtens in der Lage sein, einen Wert zu definieren, der „auch unter ungünstigen Umständen noch am Markt erzielbar ist“.<sup>172</sup> Hieraus ergeben sich besonders hohe Anforderungen an die angesetzten Wertparameter, die individuell auf ihre Nachhaltigkeit zu prüfen sind.

Die Überprüfung der Nachhaltigkeit beginnt bei so grundlegenden Parametern wie der Wahl der Flächendefinition, die maßgeblich den Ansatz für die vermieterbare Fläche und somit den Rohertrag bestimmt. Dabei liegt der Schwerpunkt nicht auf der gewählten Definition, sondern auf der Begründung und Erläuterung der Wahl. Hier weisen interna-

<sup>170</sup> Vgl. Kleiber/Simon/Schröter, Verkehrswertermittlung von Grundstücken, S. 471.

<sup>171</sup> Vgl. Göth, Quality never goes out of style, S. 8.

<sup>172</sup> Göth, Quality never goes out of style, S. 9.

tionale Bewertungen häufig Defizite auf.<sup>173</sup> Die Transparenzforderungen setzen sich bei der Bestimmung der nachhaltigen Miete/Pacht fort, die auf einer ausreichend dokumentierten Datenreihe basieren sollte.<sup>174</sup>

Als entscheidende Schwachstelle bei der Auswertung internationaler Wertermittlungen erweisen sich die unterschiedlichen verwendeten Definitionen für Bewertungsparameter, die teilweise nicht kompatibel bzw. nicht ausreichend dokumentiert sind.<sup>175</sup> Dies steht im Konflikt mit der geforderten Transparenz in der Immobilienbewertung. Die Analyse sollte bei der Bewertung im Vordergrund stehen, Daten aufgezeigt und aufgelöst werden, um die Nachvollziehbarkeit für den Adressaten zu gewährleisten.<sup>176</sup>

### 3.2.1.3 Non-Property-Companies

Non-Property-Companies sind alle Unternehmen, deren Kerngeschäft nicht die Investition in Immobilien zum Zwecke der unmittelbaren Einkommensgenerierung stellt. Obwohl nicht explizit immobilienwirtschaftlich tätig, verfügen viele Unternehmen über einen beachtlichen Bestand von Immobilien. Im Jahr 2002 waren mehr als zwei Drittel der genutzten Büroflächen und über drei Viertel der benötigten Produktionsflächen im Eigentum der Unternehmen.<sup>177</sup>

Diese beträchtlichen Immobilienbestände werden oft nicht ausreichend gemanagt.<sup>178</sup> Unter dem Druck der Forderung der Kapitalgeber nach einer marktgerechten Verzinsung des Eigenkapitals suchen Unternehmen doch zunehmend nach Ansätzen, wie ihr Immobilienportfolio zur Steigerung des Unternehmenswerts beitragen kann.<sup>179</sup> Dies ist ohne Kenntnis der Verkehrswerte der Immobilien kaum umsetzbar.<sup>180</sup>

Die internationale Vergleichbarkeit von Bewertungsgutachten ist insbesondere für Non-Property-Companies von Bedeutung. Im Zuge des Abbaus von Handelsbarrieren bieten sich Unternehmen wachsende Möglichkeiten international tätig zu werden. Eine Unternehmensexansion – egal ob durch Akquisition oder organisches Wachstum – geht oft mit dem direkten oder indirekten Erwerb von Immobilien einher. Kaufentscheidungen

<sup>173</sup> Vgl. Vella, Interview

<sup>174</sup> Vgl. Göth, Quality never goes out of style, S. 10.

<sup>175</sup> Vgl. Dorchester, Interview

<sup>176</sup> Vgl. Göth, Interview.

<sup>177</sup> Vgl. Pfnür/Hedden, Ergebnisbericht zur empirischen Untersuchung "Corporate Real Estate 2002", S. 53.

<sup>178</sup> Vgl. Schäfers/Gier, Corporate Real Estate Management, S. 845; vgl. Schulte/Holzmann, Institutionelle Aspekte der Immobilienökonomie, S. 182f. sowie Pfnür/Hedden, Ergebnisbericht zur empirischen Untersuchung "Corporate Real Estate 2002", S. 23.

<sup>179</sup> Vgl. Gier, Bereitstellung und Desinvestition von Unternehmensimmobilien, S. 157.

<sup>180</sup> Vgl. Schäfers, Strategisches Management von Unternehmensimmobilien, S. 286.

und Preisverhandlungen müssen auf Bewertungsgutachten unterschiedlicher Jurisdiktio-  
nen und Kulturkreise basiert werden. Für den Bewertungsadressaten stehen daher insbe-  
sondere die Marktnähe der Wertermittlung durch eine umfangreiche Datenbasis und die  
gute Nachvollziehbarkeit für die Entscheidungsfindung und eventuelle Verhandlungen  
im Vordergrund.

Mit dem Eigentum an ausländischen Immobilien ergeben sich zwei Kategorien von Anlässen zur Wertermittlung: Die Marktwertermittlung im Rahmen des immobilien-  
wirtschaftlichen Managements der Liegenschaften, auf die bereits unter Punkt 3.2.1.1  
eingegangen wurde, und die Wertermittlung zu Rechnungslegungszwecken. In der  
klassischen Rechnungslegung nach HGB zählt das Vorsichtsprinzip zu den Primär-  
grundsätzen; die Bilanzierung von Immobilien wird zu Anschaffungskosten bzw. Herstel-  
lungskosten vorgenommen.<sup>181</sup> Sofern sich die Immobilie im Anlagevermögen befindet,  
wird die Fortschreibung des angesetzten Wertes durch das gewählte Verfahren zur  
planmäßigen Abschreibung bestimmt. Eine Bewertung für den bilanziellen Ansatz ist  
somit nicht nötig.<sup>182</sup>

Anders verhält es sich bei den Immobilien-Rechnungslegungsnormen nach IFRS. Sie  
tragen dem verstärkten Informationsbedürfnis der Investoren über die Performance von  
Immobilien Rechnung. Mit der Verabschiedung des IAS 40 im Jahr 2002 können Unter-  
nehmen Anlageimmobilien auch für bilanzielle Zwecke und insbesondere auch im Rah-  
men der Gewinnermittlung zum sog. beizulegenden Zeitwert (*Fair Value*) ansetzen.<sup>183</sup>  
Auch für im Rahmen der betrieblichen Geschäftstätigkeit genutzte Immobilien, die durch  
die IAS 16 erfasst werden, besteht nach der Erstbilanzierung zu Anschaffungskosten die  
Möglichkeit bei der Folgebilanzierung als Alternative zur Abschreibung eine regelmäßige  
Neubewertung zum Fair Value vorzunehmen. Der IAS 16 gilt zudem für Immobilien im  
Bau- und Entwicklungsstadium.<sup>184</sup>

Die bewertungsbasierte Bilanzierung bietet den Investoren im Gegensatz zur klassischen  
Rechnungslegung einen realistischen, marktorientierten Einblick in die Wertentwicklung  
des Immobilienportfolios der Gesellschaft. Die Immobilienbewertung wird somit Teil der  
Ergebnisermittlung und dient als Indikator der immobilienwirtschaftlichen Entwicklung

---

<sup>181</sup> Vgl. § 253 Abs. 1 HGB. Auch nach US-GAAP werden Immobilien zu Anschaffungs- bzw.  
Herstellungskosten bilanziert, jedoch steht hier nicht das Vorsichtsprinzip im Vordergrund.

<sup>182</sup> Vgl. Schulte/Pitschke/Raethel, Rechnungswesen, insbesondere Immobilien-  
Rechnungslegung, S. 1020–1024.

<sup>183</sup> Vgl. Baumunk/Böckem/Schurbohm-Ebneth, Die Bilanzierung von Immobilien nach Interna-  
tional Accounting Standards, S. 355.

<sup>184</sup> Vgl. Baumunk/Böckem/Schurbohm-Ebneth, Die Bilanzierung von Immobilien nach Interna-  
tional Accounting Standards, S. 357.

von Unternehmen.<sup>185</sup> Mit der verbindlichen Anwendung der IFRS für börsennotierte Konzerne seit 2005 ist die Nachfrage nach Immobilienwertermittlungen im Rahmen der Rechnungslegung gestiegen.<sup>186</sup> Aufgrund der Tatsache, dass es sich bei den IFRS explizit um internationale Standards handelt, sind die Anforderungen an die Immobilienbewertungen per definitionem länderübergreifend identisch. Die IFRS stellen einen wichtigen Orientierungspunkt für eine harmonisierte Immobilienbewertung dar, da hier große Synergien erzielt werden können. Dies spiegelt sich in der engen Kooperation des IVSC und dem IASB wider. Viel versprechend scheint eine abgestimmte Entwicklung beider Standards, wobei sich die Frage stellt, von welcher Seite die Initiative und Kompetenz für die bewertungsbasierte Bilanzierung von Immobilien ausgeht.<sup>187</sup> Eine genauere Betrachtung der Thematik wird in Kapitel 6 vorgenommen.

### 3.2.1.4 Immobiliendienstleister

Das Spektrum der Immobiliendienstleister reicht vom Projektplaner bis zum Facilities Manager. Für Makler und Berater sind Bewertungen von besonderer Relevanz im Rahmen ihrer Tätigkeit. Die Trennung zwischen diesen Berufsgruppen verschwimmt jedoch zunehmend mit der zunehmenden Etablierung des angelsächsischen Konzeptes, das Bewertung, Vermittlung und Beratung in einer Instanz zusammenfasst.<sup>188</sup>

Als Makler wird bezeichnet, wer den Abschluss von Verträgen oder die Gelegenheit zum Abschluss von Verträgen gegen Entgelt vermittelt.<sup>189</sup> Immobilienbewertungen dienen im Rahmen der Vermarktung von Objekten und den anschließenden Kaufverhandlungen als wichtiges Verkaufs- und Preisargument. Das Interesse des Maklers liegt auf einer fundierten transparenten Wertermittlung, die sich für die Kommunikation des Wertes an nationale und internationale Kaufinteressenten eignet. Eine Harmonisierung kann durch eine Vereinheitlichung der Wertermittlung und hohe Transparenz die Grundlage schaffen, Immobilienwerte grenzüberschreitend plausibel zu vermitteln.

Mit Blick auf die Zielgruppe der Immobilienvermarktung stellen sich jedoch unterschiedliche Anforderungen an die Wertermittlung aus Sicht des Maklers. Eine Bewertung für Kaufinteressenten zur Eigennutzung muss das Kaufmotiv im Bewertungsansatz reflektieren. Eine vergleichsorientierte Wertermittlung, wie z.B. in Großbritannien bevorzugt verwendet, gestützt auf eine breite Datenbasis, kommt dem Kalkül des Kaufinteressen-

<sup>185</sup> Vgl. Dorchester, Interview.

<sup>186</sup> Vgl. Brühl, Interview

<sup>187</sup> Vgl. Dorchester, Interview.

<sup>188</sup> Vgl. Leopoldsberger/Thomas/Naubereit, Immobilienbewertung, S. 457 und Falk et al., Fachlexikon Immobilienwirtschaft, S. 456; vgl. auch. Schulte/Holzmann, Institutionelle Aspekte der Immobilienökonomie, S. 198.

<sup>189</sup> Vgl. Falk et al., Fachlexikon Immobilienwirtschaft, S. 573.

ten zur Eigennutzung entgegen, der seine Kaufentscheidung und Zahlungsbereitschaft auf vergleichbaren Angeboten im Markt basiert.

Anders verhält es sich beim renditeorientierten Kaufinteressenten, der die Immobilie als Kapitalanlage erwerben will. Hier steht die Ertragskraft des Objekts im Vordergrund und muss dementsprechend in der Wertermittlung gewürdigt werden. Die Anforderungen entsprechen in diesem Fall denen eines institutionellen Investors. Aus der Perspektive des Maklers steht – unabhängig von der Zielgruppe – die Kommunizierbarkeit des Immobilienwerts im Vordergrund, die ihn bei der Vermarktung des Objekts und dem erfolgreichen Vertragsabschluß unterstützt. Dies beinhaltet Marktnähe der Daten, Nachvollziehbarkeit der Vorgehensweise und Transparenz.

Viele immobilienwirtschaftliche Transaktionen erfordern aufgrund ihrer Komplexität fachliche Beratung durch Anwaltskanzleien, Unternehmensberatungen mit Immobilienkompetenz, Wirtschaftsprüfungsgesellschaften, die rechtliche und wirtschaftliche Beratungsleistungen anbieten, und Immobilienberater.<sup>190</sup> Gerade im Rahmen großer internationaler Portfoliotransaktionen, die aufgrund ihrer Komplexität mit großem Beratungsaufwand durchgeführt werden, besteht ein großer Bedarf für harmonisierte Wertermittlung.<sup>191</sup>

Die Volumina von Immobilienpaketverkäufen an ausländische Investoren machen eine internationale Syndizierung der Finanzierung notwendig, in deren Rahmen Debt-Service-Kennziffern erhoben werden müssen. Dies legt eine Harmonisierung nahe. Als Anforderungen an eine harmonisierte Wertermittlung ergeben sich die realitätsnahe Abbildung lokaler Preismechanismen, deren Dokumentation sowie die Kommunikation des Rechenvorgangs und der Analyseschritte in einer für den Kapitalmarkt und Bewertungsadressaten verständlichen Form.<sup>192</sup>

### 3.2.2 Interessen der Immobiliensachverständigen

Wertermittlungen werden in aller Regel von Sachverständigen ausgeführt. Eine internationale Harmonisierung hat auf diese Gruppe daher unmittelbare Auswirkungen und kann ohne deren Akzeptanz nicht erfolgreich sein. Gegenwärtig ist der Markt für Immobiliensachverständige noch sehr fragmentiert. Im Folgenden soll ein internationaler Überblick gegeben werden.

---

<sup>190</sup> Vgl. Schulte/Holzmann, Institutionelle Aspekte der Immobilienökonomie, S. 197f.

<sup>191</sup> Vgl. Brühl, Interview; vgl. vgl. Lennhoff, Global Warming, S. 221.

<sup>192</sup> Brühl, Interview.

Das Sachverständigenwesen in Deutschland ist anders als im Ausland nicht gesetzlich geregelt, mit der Konsequenz, dass sich jeder als Sachverständiger bezeichnen kann, der sich dazu berufen fühlt.<sup>193</sup> Grundsätzlich lassen sich vier Kategorien von Sachverständigen in Deutschland unterscheiden:<sup>194</sup>

- Sachverständige der Gutachterausschüsse
- öffentlich bestellte und vereidigte Sachverständige
- zertifizierte Sachverständige
- freie Sachverständige

Nur die drei erstgenannten Gruppen müssen einen Nachweis ihrer Qualifikation erbringen. Mangels eines einheitlichen Berufsbildes werden die verschiedenen Gruppen bei unterschiedlichen Bewertungsanlässen zu Rate gezogen. Ein Sachverständiger für die Bewertung von Immobilien kann unter anderem Mitglied im Deutschen Verein für Vermessungswesen (DVW), im Bundesverband der Öffentlich Bestellten und Vereidigten Sachverständigen (BVS), im Bund der Öffentlich Bestellten Vermessingsingenieure (BDVI), im Ring Deutscher Makler (RDM) oder im Bundesverband der Immobilien-Investment-Sachverständigen (BIIS) sein. Durch die Verteilung der deutschen Sachverständigen auf verschiedene Interessenverbände sind die Möglichkeiten der konzertierten Meinungsbildung und Einflussnahme eingeschränkt.<sup>195</sup>

In Großbritannien bietet sich ein einheitlicheres Bild. Sachverständige müssen als Mitglied der Royal Institution of Chartered Surveyors eine Mindestausbildung von 5 Jahren nachweisen, die einem der folgenden Muster entspricht:<sup>196</sup>

- Universitätsabschluss im Bereich Immobilien (3 Jahre) gefolgt von zwei Jahren Ausbildung im Beruf
- Universitätsabschluss mit Praktikumsjahr (4 Jahre) gefolgt von einem Jahr Ausbildung im Beruf
- Teilzeitstudium mit Abschluss/Diplom (6 Jahre) neben der Erwerbstätigkeit
- Universitätsabschluss plus einem Postgraduate-Abschluss/Diplom gefolgt von zwei Jahren Ausbildung im Beruf

Weiterhin sind qualifizierte Sachverständige zur kontinuierlichen Weiterbildung verpflichtet und unterliegen einem strengen Verhaltenskodex. Durch diese Voraussetzungen wird

<sup>193</sup> Vgl. Schulte/Holzmann, Institutionelle Aspekte der Immobilienökonomie, S. 195.

<sup>194</sup> Vgl. Leopoldsberger/Thomas/Naubereit, Immobilienbewertung, S. 457.

<sup>195</sup> Vgl. Kleiber, Was sind eigentlich die sog. Internationalen Bewertungsverfahren?, S. 194.

<sup>196</sup> Vgl. Mackmin, The United Kingdom, S. 27.

ein durchgehend hohes Niveau an Qualifikation und ethischem Verhalten sichergestellt. Die durch die RICS vorgegebene Struktur ermöglicht der Berufsgruppe eine gezieltes Bündeln von Interessen und einen einheitlichen Auftritt in der Öffentlichkeit.<sup>197</sup>

In den USA ist die maßgebliche Organisation für die Zertifizierung von Sachverständigen das Appraisal Institute (AI). Für die Bewertung von Gewerbeimmobilien vergibt das AI an qualifizierte Sachverständige die Designierung MAI (Member Appraisal Institute), für Wohnimmobilien wird die Designierung SRA (State-Certified Real Estate Appraiser) vergeben. Immobilienfinanzierungen setzen in der Regel eine Bewertung durch einen Sachverständigen mit MAI Designierung voraus. Zur Erlangung der Designierung MAI muss der Sachverständige:<sup>198</sup>

- einen Undergraduate Degree einer anerkannten Universität halten
- an mehrere Fortbildungen des AI teilnehmen
- eine umfassende Prüfung seines Fachwissens absolvieren
- eine mindestens mit ausreichend bewertete Demonstrationsbewertung einer Ertragsimmobilie anfertigen
- mehr als 4500 Stunden Bewertungserfahrung vorweisen

Das Appraisal Institute setzt sich intensiv mit der Harmonisierung der Immobilienbewertung auseinander, um eine tragende Rolle in deren Entwicklung spielen zu können. Der Hintergrund hierfür sind das Interesse an einer hochwertigen Immobilienbewertung und die Bedürfnisse der Bewertungsadressaten. Als Ansatzpunkt dienen die Identifikation und Koordination von Anforderungen und Inhalten der Ausbildung.<sup>199</sup>

Die Anforderungen Sachverständiger an eine harmonisierte Immobilienbewertung sind durch ihre Fachkenntnis, praktische Erfahrung und Pragmatismus bezüglich der Umsetzbarkeit geprägt. Den Sachverständigen ist beim Wunsch nach einer Harmonisierung bewusst, dass die Umsetzung nicht ohne erheblichen Aufwand und substantielle Umstellungen erfolgen kann. Da sie die Hauptbetroffenen einer solchen Harmonisierung sind und nicht ausnahmslos Vorteile zu erwarten sind, ist Skepsis gerechtfertigt. Eine nicht unberechtigte Sorge beruht auf der erhöhten Zugänglichkeit nationaler Märkte für internationale Wettbewerber. Dieser Effekt kann durch den Wunsch internationaler Auftraggeber nach adäquaten und infrastrukturstarken Partnern verstärkt werden.<sup>200</sup>

---

<sup>197</sup> Vgl. Mackmin, The United Kingdom, S. 27f.

<sup>198</sup> Vgl. Gelbtuch, The United States, S. 8.

<sup>199</sup> Vgl. Dorchester/Vella, Valuation and the Appraisal Institute in a Global Economy, S. 83.

<sup>200</sup> Vgl. Baumunk, Immobilien und Immobilienbewertung im Zeitalter der Globalisierung, S. 219.

Es handelt sich jedoch nicht nur um einen Wettbewerb unter Immobiliensachverständigen, sondern auch um einen Wettbewerb verschiedener Wertermittlungsansätze.<sup>201</sup> Lokale Sachverständige sehen sich der Möglichkeit ausgesetzt, dass ihre nationale Bewertungslehre für Gutachten nicht mehr gefragt ist oder in einer Harmonisierung aufgeht. Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, inwiefern Sachverständige eine Harmonisierung unterstützen. Ein ablehnende Haltung ähnlich dem der Globalisierungskritiker gegenüber geöffneten Märkten wäre nicht unbegründet. Dem sind jedoch die Potentiale einer Harmonisierung gegenüberzustellen: Sachverständige gehen davon aus, dass international initiierte Bewertungen (auch durch transnationale Bewertungsfirmen) an lokale Sachverständige vergeben werden, da diese über die notwendige Marktkenntnis verfügen.<sup>202</sup>

Im Rahmen der Experteninterviews zeichnete sich bei den Sachverständigen einheitlich vor allem der Wunsch nach erhöhter Transparenz und Nachvollziehbarkeit von Immobilienbewertungen ab,<sup>203</sup> was sich mit den Forderungen internationaler Anspruchsgruppen deckt.<sup>204</sup> Als weitere Anforderungen an eine Harmonisierung sind laut einer Umfrage unter deutschen und britischen Gutachtern geringer Umschulungsaufwand, ausreichende Anerkennung der Harmonisierung und insbesondere Verfügbarkeit der notwendigen Marktdaten zu nennen.<sup>205</sup>

Bereits seit den 1970er Jahren gab es Bestrebungen für eine Harmonisierung in der Immobilienbewertung. Diese Ansätze stellen Ausgangspunkt und Maßstab für eine weitergehende Harmonisierung dar und werden in Abschnitt 3.4 näher betrachtet.

### 3.3 Die treibenden Faktoren der Harmonisierung

Im Rahmen der Betrachtung kann zwischen bewertungsexogenen, d.h. außerhalb des Wertermittlungsbereichs liegenden, und endogenen Faktoren unterschieden werden. Bei der Einordnung der treibenden Kräfte muss jedoch anerkannt werden, dass eine eindeutige Zuordnung nicht in allen Fällen möglich ist, sondern sowohl exogene als auch endogene Merkmale vorliegen. Als Ausgangspunkt erscheint es sinnvoll, mit den exogenen zu beginnen, da die endogenen Faktoren von ihnen mitbestimmt werden und Interdependenzen aufweisen.

<sup>201</sup> Vgl. Schulte, IAS/IFRS Immobilienbewertung und -rechnungslegung, S. 11.

<sup>202</sup> Vgl. Vella, Interview und Vella, Interview; vgl. auch TEGoVA, A step to increased transparency in European real estate business, S. 1.

<sup>203</sup> Vgl. Dorchester, Interview, Edge, Interview, Brühl, Interview, Vella, Interview, Göth, Interview, Archner, Interview und Kleiber, Interview.

<sup>204</sup> Vgl. Schulte, IAS/IFRS Immobilienbewertung und -rechnungslegung, S. 11.

<sup>205</sup> Vgl. Schumann, EUROPEAN VALUATION STANDARDS, S. 17.

### 3.3.1 Internationale Expansion von Unternehmen des tertiären und sekundären Sektors

Die wirtschaftlichen und politischen Entwicklungen, die sich als treibende Kräfte in der Harmonisierung der Immobilienbewertung erweisen, sind bereits aus anderen Zusammenhängen bekannt. Der rasant wachsende grenzüberschreitende Handel mit Gütern und Dienstleistungen, die internationale Mobilität des Finanz- und Humankapitals und nicht zuletzt der weltweite Austausch von Information durch elektronische Medien sind Zeichen des Zusammenwachsens der nationalen Wirtschaften zu einem globalen Wirtschaftsraum.<sup>206</sup> Obwohl die ökonomischen Implikationen dieser irreversiblen Entwicklung erst im Laufe der letzten Jahre in der öffentlichen Wahrnehmung stehen, wurden die Konsequenzen für die Wertermittlung von Immobilien bereits Ende der siebziger Jahre von Experten antizipiert.<sup>207</sup>

Wie bereits dargelegt stellen Immobilien und die mit ihnen verbundene Wertschöpfung einen substantiellen Bestandteil der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung dar. Als solcher können sie sich nicht der allgemeinen weltwirtschaftlichen Entwicklung entziehen. Es wäre ein Trugschluss anzunehmen, dass Immobilien aufgrund ihrer Immobilität ein lokales bzw. nationales Wirtschafts- und Anlagegut blieben.<sup>208</sup> Während die Nutzung von Immobilien zwangsläufig ortsgebunden bleibt, ist das direkte oder indirekte Eigentum an Immobilien beliebig internationalisierbar. Dies gilt in demselben Maß für das nicht unerhebliche Spektrum an mit der Immobilie verbundenen Dienstleistungen.

Der grundsätzliche Trend der Internationalisierung der Immobilienwirtschaft wird flankiert von wachsender Anerkennung der Immobilie – getrieben durch das hohe Diversifikationspotential für konventionelle Portfolios – als vollwertige und eigenständige Anlageklasse.<sup>209</sup> Das mit der erhöhten Aufmerksamkeit gestiegene Anlagevolumen in Immobilien durch institutionelle Anleger erzeugt die Notwendigkeit, ein ebenbürtiges Maß an Performancemessung zu bieten, um mit den anderen Anlageklassen konkurrieren zu können.<sup>210</sup>

Die treibenden Kräfte der Harmonisierung sind prinzipiell die Gleichen, denen sich andere Wirtschaftszweige ausgesetzt sehen. Angleichung und Standardisierung sind zentrale

---

<sup>206</sup> Vgl. UNCTAD, Trade and Development Report 2004, S. 43–56; vgl. Kotz, Globalisierung – auf dem Weg zur "Single World"?, S. 7–14.

<sup>207</sup> Vgl. Dorchester, The Quest for International Valuation Standards, S. 143.

<sup>208</sup> Vgl. Baumunk, Immobilien und Immobilienbewertung im Zeitalter der Globalisierung, S. 63f.

<sup>209</sup> Vgl. S. 26

<sup>210</sup> Vgl. Baumunk/Böckem/Schurbohm-Ebneth, Die Bilanzierung von Immobilien nach International Accounting Standards, S. 354; vgl. Weber/Baumunk, Portfoliomanagement, S. 10.

Voraussetzungen für einen effizienten Austausch zwischen bzw. Zusammenschluss von Märkten, um die Transaktionskosten möglichst gering zu halten. Dies gilt in besonderem Maß für die Wertermittlung von Immobilien, die mit grenzüberschreitenden Immobilientransaktionen verbunden ist.<sup>211</sup>

Die mit der allgemeinen Globalisierung am engsten verbundene Einflussgröße ist der Umfang der mit der internationalen Expansion von Unternehmen einhergehenden Immobilientransaktionen. Wie bereits zitiert, schätzt die U.K. Economist Intelligence Unit den Immobilienanteil an globalen Direktinvestitionen, zu denen Unternehmensexpansionen zählen, auf zwischen 5 % und 20 % ein. Immobilien sind somit integraler Bestandteil von Unternehmensexplansionen.<sup>212</sup> Ähnliches gilt für die zunehmende Verlagerung von Produktionsbereichen oder Dienstleistungen in das kostengünstigere Ausland („Offshoring“), sofern das ausländische Engagement mit direktem oder indirektem Immobilienerwerb einhergeht.<sup>213</sup> Einen Eindruck des finanziellen Ausmaßes und der Entwicklung der weltweiten grenzüberschreitenden Direktinvestitionen in den letzten 35 Jahren gibt Abbildung 9.

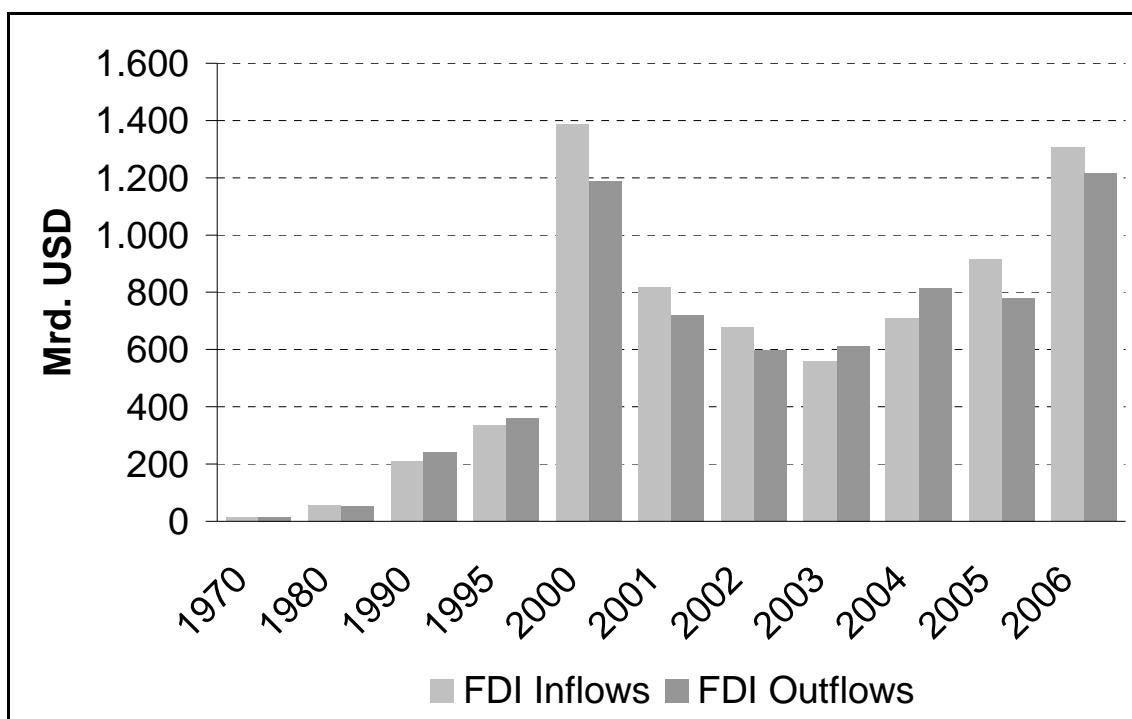


Abbildung 9: Entwicklung des weltweiten grenzüberschreitenden Direktanlagevolumens  
Quelle: UNCTAD, FDI Database

<sup>211</sup> Vgl. Adair, International Valuation Standards, S. 187; vgl. Dorchester, The Quest for International Valuation Standards, S. 144.

<sup>212</sup> Vgl. Edge, The Globalization of Real Estate Appraisal, S. 84.

<sup>213</sup> Vgl. UNCTAD, World Investment Report 2004, S. 177.

Trotz des Einbruchs ab dem Jahr 2001 werden die Dimensionen und die Dynamik der Entwicklung deutlich. Die UNCTAD erkennt in diesem Kontext auch die wachsende Rolle von Immobilien und der Immobilienbranche.<sup>214</sup>

Im Rahmen der Suche nach adäquaten Standorten ergibt sich für die Unternehmen des Sekundär- und Tertiärsektors ein steigender Bedarf nach Standort-, Markt-, und Bewertungsgutachten.<sup>215</sup> Als Beispiel kann auf die starke Expansion internationaler Einzelhändler verwiesen werden, die zwischen 2003–2008 insgesamt über 1000 Markteintritte in Länder der Europäischen Union sowie potentielle Beitrittsländer planen oder bereits durchgeführt haben.<sup>216</sup>

Unternehmenswachstum erfolgt nicht nur organisch, sondern auch zunehmend durch Unternehmensfusionen und -akquisitionen. Für den Zeitraum 1995–2000 betrug der Anteil der durch Fusionen und Akquisitionen induzierten Direktinvestitionen annähernd 70 % am Gesamtvolumen des weltweiten foreign direct investment.<sup>217</sup> Dabei haben potentielle Fusions- und Akquisitionskandidaten mittlerweile erkannt, dass bei der Vorbereitung solcher Transaktionen im Rahmen der Due Diligence – aufgrund des Wissens um dessen Werteinfluss – insbesondere das Immobilienportfolio des Zielunternehmens Aufmerksamkeit verlangt.<sup>218</sup> Die Immobilienwertermittlung ist ein entscheidender Bestandteil der Gesamtwertfindung.<sup>219</sup>

Vor dem Hintergrund der drastischen Zunahme internationaler Unternehmensexpansionen durch organisches Wachstum sowie durch Fusionen und Akquisitionen zeichnet sich somit ein substantieller Bedarf an transaktionsinduzierten Wertermittlungen ab, der als ein wesentlicher Faktor für die Harmonisierung der Immobilienbewertung wirkt. Der Motor dieser Entwicklung ist dabei der – durch das Verschwinden von Handelsbarrieren ausgelöste – generelle Trend zur internationalen Expansion, dem sich Immobilien als Teil der Wertschöpfungskette nicht entziehen können.<sup>220</sup>

### 3.3.2 Internationalisierung der Immobilienanlage und -finanzierung

Als weiterer Faktor ist die Entwicklung der Immobilie als Anlageprodukt und -klasse zu betrachten. Immobilien sind ein effektives Instrument zur Risikoreduzierung von Anlage-

<sup>214</sup> Vgl. UNCTAD, World Investment Report 2004, S. 79, 98 u. 141f.

<sup>215</sup> Vgl. Schulte, Internationalisierung der Immobilienbewertung, S. 50.

<sup>216</sup> Vgl. Karl, Einzelhandelsmarkt, S. 32.

<sup>217</sup> Vgl. Dunning, Determinants of Foreign Direct Investment, S. 2.

<sup>218</sup> Vgl. Kessler-Park/Butler, Restructuring corporate real estate and facilities in mergers, acquisitions and consolidations, S. 2.

<sup>219</sup> Vgl. Bloch, Merger preparation, S. 11–18.

<sup>220</sup> Vgl. Weinstein/Skoinik, The Need for Appraisal Company Standards, S. 276–278.

portfolios.<sup>221</sup> Dies haben sowohl institutionelle wie auch private Investoren erkannt.<sup>222</sup> Die stabile Entwicklung der Immobilienrenditen wurde seit 1996 von der DID Deutsche Immobilien Datenbank GmbH mit Sitz in Wiesbaden mit Hilfe des bewertungsbasierten Deutsche Immobilien Index (DIX) dokumentiert. Der Index bildet die Wertentwicklung von knapp über 3.400 Immobilien im Wert von ca. 60 Mrd. Euro ab.

Über die geringe Volatilität und Korrelation der Immobilienrenditen mit anderen Anlageklassen hinaus bieten Immobilien noch einen weiteren portfoliotheoretischen Vorteil.<sup>223</sup> Die speziellen Eigenschaften von Immobilien als Wirtschaftsgut prägen den Immobilienmarkt bzw. Märkte. Es gibt nicht einen einzigen Immobilienmarkt, sondern es kann nach räumlichen und sachlichen Teilmärkten unterschieden werden.<sup>224</sup>

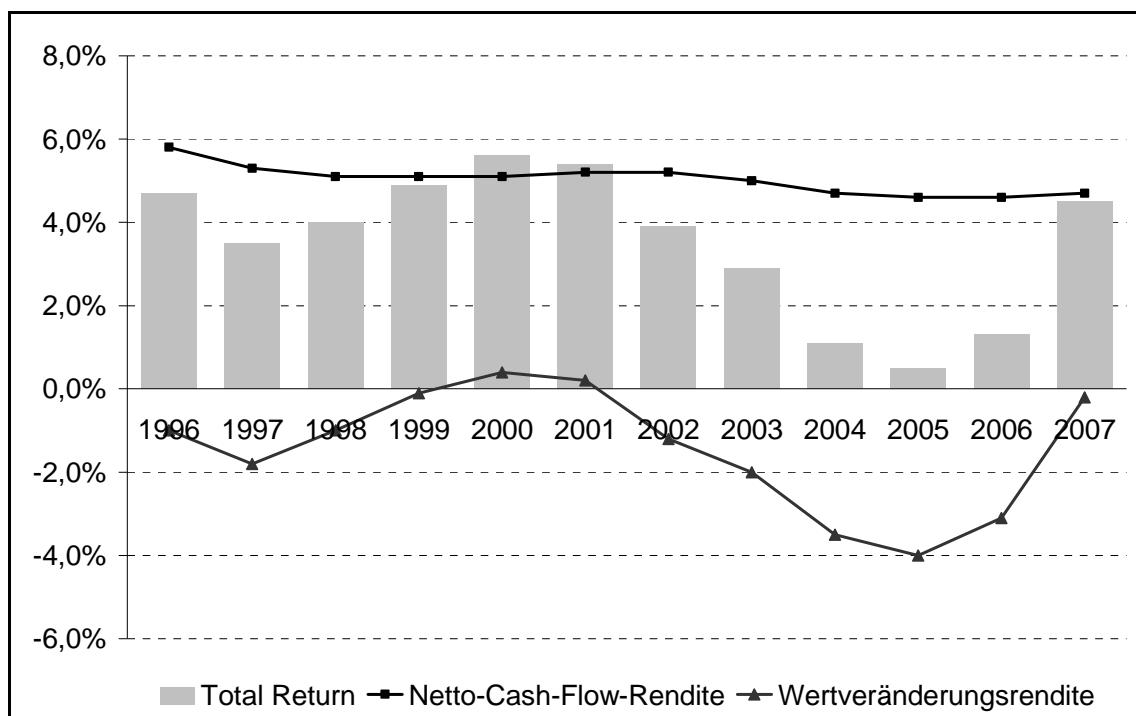


Abbildung 10: Immobilienrendite des DIX 1996–2007

Quelle: IPD Investment Property Databank GmbH

Weiterhin lassen sich für die einzelnen Märkte verschiedene Zyklen beobachten. Somit lassen sich aus der Perspektive eines Investors durch passende Wahl der Märkte temporär-

<sup>221</sup> Vgl. Lee, The Return Due to Diversification of Real Estate to the U.S. Mixed-Asset Portfolio, S. 27.

<sup>222</sup> Vgl. Bone-Winkel/Müller, Bedeutung der Immobilienwirtschaft, S. 38.

<sup>223</sup> Vgl. Bone-Winkel, Ansatzpunkte für eine strategische Bewertung von Immobilienbeständen, S. 72.

<sup>224</sup> Vgl. Bone-Winkel/Schulte/Focke, Begriff und Besonderheiten der Immobilie als Wirtschaftsgut, S. 21.

re Marktungleichgewichte ausnutzen und eine starke Diversifizierung erreichen.<sup>225</sup> Das Diversifizierungspotential von Immobilien als Anlagegut steigt durch die Einbeziehung internationaler Märkte nochmals erheblich.<sup>226</sup>

Für die erfolgreiche Steuerung eines international diversifizierten Portfolios ist eine einheitliche Erfassung der Wertentwicklung notwendig, um eine aussagekräftige Performancemessung vornehmen zu können.<sup>227</sup> Dies setzt eine einheitliche Wertermittlung von Immobilien voraus und stellt somit einen bedeutenden Beweggrund für eine Harmonisierung der Wertermittlung dar.<sup>228</sup>

Die Internationalisierung der Immobilieninvestition zeigt sich insbesondere beim Trend zur Übernahme teilweise milliardenschwerer internationaler Immobilienportfolios durch länderübergreifende Konsortien aus Immobilienberatern und Banken oder Opportunity Fonds.<sup>229</sup> Einige Beispiele aus dem Jahr 2006 können der Tabelle entnommen werden.

Target/Seller	Buyer	Type	Mio. €
DB Real Estate	Fortress	Office	2.100
Deka Immobilienfonds	Oaktree	Commercial	1.100
WestInvest	IVG AG	Commercial	505
CS Euroreal	IVG AG	Commercial	374
AMB Generali	Goldman Sachs	Commercial	3.500
DaimlerChrysler	Icade	Office	300
Max Bahr	Praktiker/L&R	Mixed	1.115
DB Real Estate	SITQ/CDQ	Office	500
KarstadtQuelle	Goldman/Whitehall	Retail & Logistics	4.500
C&A	Aerium Properties/ River Group	Retail	385
Stadt Hamburg	Ixis Capital Partners	Office	816

**Tabelle 5: Immobilienportfoliotransaktionen aus dem Jahr 2006**

Quelle: Credit Suisse Securities (Europe) Limited

<sup>225</sup> Vgl. Rottke/Wernecke, Management im Immobilienzyklus, S. 14; vgl. Lee, The Return Due to Diversification of Real Estate to the U.S. Mixed-Asset Portfolio, S. 27.

<sup>226</sup> Vgl. Maurer/Reiner, International Asset Allocation with Real Estate Securities in a Shortfall Risk Framework, S. 27.

<sup>227</sup> Vgl. Brett, Valuation standards for the global market, S. 3.

<sup>228</sup> Unterstützt durch eine einheitlich Währung – wie im Fall der europäischen Währungsunion – ergibt sich ein noch größeres Potential für Diversifizierung und Performancevergleich.

Vgl. Hutchings, Real estate and a single currency, S. 383.

<sup>229</sup> Vgl. Wiktorin, Fonds jagen nach Wohnungspaketen, S. 37; vgl. Jones Lang LaSalle, European Capital Markets Bulletin - Full Year 2004, S. 4; vgl. Nadler, Die Vorteilhaftigkeit von Portfolioakquisitionen am deutschen Immobilienmarkt - eine Frage der Finanzierung?, S. 723f.

Anstatt Immobilienportfolios zu erwerben werden auch ganze Immobiliengesellschaften erworben, wie es z.B. beim Kauf der TMW durch die Prudential oder der Gagfah durch den Fortress Investment Fonds.<sup>230</sup>

Die solchen Unternehmensverkäufen zugrunde gelegten Unternehmensbewertungen sind vornehmlich auf die Wertermittlung des Immobilienportfolios abgestellt. Da ein Grossteil solcher Pakettransaktionen opportunistischen Charakter hat, daher nicht auf eine langfristige Haltestrategie, sondern auf eine gewinnbringende (Teil-) Veräußerung der Immobilien angelegt ist<sup>231</sup>, muss die Wertermittlung der Immobilien nicht nur als Investitionsrechnung sondern auch als Marktwertermittlung durchgeführt werden, wenn sie diesem in absehbarer Zeit zugeführt werden sollen. Darüber hinaus ist eine hohe Fremdfinanzierung notwendige Voraussetzung um die avisierte Eigenkapitalverzinsung der Investoren zu gewährleisten.<sup>232</sup> Der Gesamtwert von Immobilienportfolios muss nicht der Summe der in ihnen enthaltenen Einzelwerte entsprechen, weshalb Portfoliobewertungen in der Regel schon aufgrund des Aufwands nicht nach dem Muster der klassischen Einzelbewertung durchgeführt werden.<sup>233</sup> Der Ansatz muss das Kalkül der Markteilnehmer im Immobilienportfoliomarkt abbilden, das auf reduzierte und statistische Bewertungsmodelle zurückgreift. Auch wird eine Markt- sowie Beleihungswertermittlung des finanzierten Portfolios unabdingbar sein.<sup>234</sup> Der Einfluss der internationalen Immobilienfinanzierung auf die Harmonisierung wird jedoch später betrachtet. Immobilienbewertungen spielen folglich für den Abschluss internationaler Immobilientransaktionen eine wichtige Rolle. Mit den Transaktionen ist der Anspruch an die Wertermittlung verbunden, auf einer einheitlichen Basis unter Einhaltung internationaler Standards durchgeführt zu werden.<sup>235</sup>

Neben der direkten Anlage in Immobilien zeichnet sich zudem ein internationaler Trend zur indirekten Anlage in Immobilien ab.<sup>236</sup> Dies lässt sich darauf zurückführen, dass die indirekte Immobilienanlage die Diversifikationsvorteile der direkten Immobilienanlage bewahrt, ohne deren Nachteile zu teilen.

---

<sup>230</sup> Vgl. Schulte, Internationalisierung der Immobilienbewertung, S. 50; vgl. Leykam, Fortress macht den Deal, S. 1.

<sup>231</sup> Vgl. Leykam, Opportunity-Investoren, S. 4.

<sup>232</sup> Vgl. Wiktorin, Fonds jagen nach Wohnungspaketen, S. 13.

<sup>233</sup> Vgl. Geltner, The use of appraisals in portfolio valuation and index construction, S. 423–447.

<sup>234</sup> Vgl. Brühl, Interview.

<sup>235</sup> Vgl. Levine/Engelstad, How Relevant are Appraisals/Valuation Reports to International Real Estate Transactions?, S. 61.

<sup>236</sup> Vgl. Brett, Valuation standards for the global market, S. 3.

Zu den Nachteilen zählen unter anderem:<sup>237</sup>

- hohes Investitionsvolumen bzw. Losgrößen
- Fehlen eines zentralen Marktes
- hohe Transaktionskosten
- geringe Liquidität
- Notwendigkeit lokaler Marktkenntnis
- Aufbau lokaler Ressourcen

Auf der anderen Seite entfallen in der Regel steuerliche Vorteile wie z.B. Abschreibungsmöglichkeiten oder die steuerliche Berücksichtigung von Fremdkapitalkosten, die sich aus der direkten Immobilienanlage ergeben können. Weiterhin können in Abhängigkeit der nationalen Gesetzgebung Veräußerungsgewinne von direkten und indirekten Immobilienanlagen unterschiedlich behandelt werden.

Die indirekte Immobilienanlage bietet durch hohe Liquidität und geringe Transaktionskosten die Möglichkeit, das Diversifizierungspotential von Immobilien effizient auszunutzen.

Zu den indirekten Anlageformen mit internationaler Verbreitung zählen:

- Immobilienaktiengesellschaften und Real Estate Investment Trusts (REITs)
- offene Immobilienfonds/Spezialfonds
- geschlossene Immobilienfonds

Immobilienaktiengesellschaften und REITs sind börslich notierte Aktiengesellschaften, deren Kerngeschäft im Bereich Immobilien liegt.<sup>238</sup> Während Immobilienaktiengesellschaften den gleichen Regelungen wie jedes andere börsennotierte Unternehmen und somit keinen spezifischen Anlage- und Distributionsvorschriften unterliegen,<sup>239</sup> sind REITs typischerweise börsennotierte Immobilienaktiengesellschaften, die gesetzlich verankerte Mindestvoraussetzungen an das Betätigungsgebiet sowie eine hohe Ausschüttungsquote erfüllen und infolgedessen auf Unternehmensebene von der Steuer freigestellt werden.

---

<sup>237</sup> Vgl. Maurer/Reiner, International Asset Allocation with Real Estate Securities in a Shortfall Risk Framework, S. 27.

<sup>238</sup> Vgl. Schulte/Holzmann, Institutionelle Aspekte der Immobilienökonomie, S. 178.

<sup>239</sup> Vgl. Bone-Winkel et al., Immobilieninvestition, S. 687–696.

Nach erheblichen Anlaufschwierigkeiten im Gesetzgebungsprozess<sup>240</sup> hat der Bundesrat am 30. März 2007 dem Gesetz über deutsche Immobilien-Aktiengesellschaften mit börsennotierten Anteilen (REIT-Gesetz bzw. REITG) zugestimmt, das damit rückwirkend zum 1. Januar 2007 in Kraft getreten ist. Deutschland zählt damit zum Kreis von 25 Ländern, die REITs oder REITs-ähnliche Strukturen zugelassen haben.<sup>241</sup>

Die Einführung des deutschen REITs ist in der Literatur auf breite Zustimmung gestoßen.<sup>242</sup> In der Praxis wird insbesondere eine erhöhte Attraktivität des deutschen Immobilienmarktes für ausländische Investoren erwartet.<sup>243</sup> Es wird jedoch davor gewarnt, REITs als überlegenen Ersatz für die mäßig erfolgreichen deutschen Immobilienaktiengesellschaften anzusehen.<sup>244</sup> Die vielen Einschränkungen der deutschen REITs würden den Aktionären umgewandelter Immobilien-AGs keine Vorteile bringen.<sup>245</sup> Es bleibt auch abzuwarten, wie sich die neuen REITs gegen die bereits etablierten offenen Immobilienfonds behaupten werden. Es besteht die Hoffnung, dass die deutschen REITs, die erwartungsgemäß vornehmlich in Deutschland investieren werden, vom Immobilien-Knowhow der hier erfahrenen offenen Immobilienfonds profitieren können.<sup>246</sup>

Entgegen ursprünglicher Pläne der Deutsche Börse AG wird für REITs nicht nur ein eigenständiger Index – der RX REIT Index – eingeführt sondern auch die Möglichkeit zur Notation in anderen Indizes einschließlich des DAX eröffnet.<sup>247</sup> Marktschätzungen prognostizieren 10 bis 20 REITs in Deutschland in den nächsten zwei Jahren. Der erste wird für den Sommer 2007 erwartet.<sup>248</sup> Die grundlegenden Zulassungsmerkmale des deutschen REIT (G-REIT) sind:<sup>249</sup>

- eine börsennotierte Aktiengesellschaft muss ihren Sitz in Deutschland haben
- mindestens 75 % der Erträge müssen aus dem Erwerb, der Verwaltung und dem Verkauf von Immobilien stammen
- mindestens 75 % des Vermögens müssen in Immobilien investiert sein
- mindestens 90 % der Nettoerträge müssen an die Aktionäre ausgeschüttet werden

<sup>240</sup> Vgl. Schulte/Sotelo, Deutsche REITs, S. 45; vgl. Bone-Winkel/Schulte, Deutschen Reits droht ein Reinfall, S. 47.

<sup>241</sup> Vgl. Friedemann, Das Ende der Beschaulichkeit, S. 43.

<sup>242</sup> Vgl. Bron, Wesentliche Defizite des REIT-Gesetzentwurfes, S. 180.

<sup>243</sup> Vgl. Pörschke, Stimmen zum deutschen Reit-Gesetz, S. 43.

<sup>244</sup> Vgl. Schulte, Stimmen zum deutschen Reit-Gesetz, S. 43.

<sup>245</sup> Vgl. Jumertz, Umwandlung in REIT, S. 24.

<sup>246</sup> Vgl. Schomberg, Stimmen zum deutschen Reit-Gesetz, S. 43.

<sup>247</sup> Vgl. Steiner, Deutsche Börse führt den "RX REIT Index" für Reits ein, S. 23.

<sup>248</sup> Vgl. Mohr, Reits dürfen nun doch in den Dax, S. 25.

<sup>249</sup> Vgl. Schmid, Kapitalmarkt, S. 42.

Werden diese und weitere Merkmale erfüllt, wird die Gesellschaft von Körperschaft- und Gewerbesteuer befreit. Die Dividenden werden lediglich auf Aktionärsebene besteuert. Zu den weiteren Einschränkungen zählt, dass G-REITs keine Wohnimmobilien erwerben dürfen, die vor dem 1. Januar 2007 errichtet wurden. Nach Expertenmeinungen wird dieser Ausschluss das potentielle Gesamtvolumen von G-REITs voraussichtlich um ein Viertel bis ein Drittel reduzieren.<sup>250</sup> G-REITs sind verpflichtet ihre Rechnungslegung sowohl nach den IFRS – vornehmlich zu Informationszwecken – als auch nach HGB – zur Ausschüttungsbemessung – zu führen.<sup>251</sup>

Die Attraktivität wird durch eine steuerliche Subventionierung bei der Umwandlung in einen REIT oder der Übertragung von Immobilien auf einen REIT erhöht. Hierbei handelt es sich um die Exit Tax. Unternehmen, die einem REIT oder einem VOR-REIT (einer Gesellschaft, die nachträglich den REIT-Status erlangt) bis Anfang 2010 Immobilien aus ihrem Anlagevermögen verkaufen – es muss sich zum 1. Januar 2007 mindestens 5 Jahre im Besitz befunden haben – müssen nur die Hälfte des Veräußerungsgewinns versteuern.<sup>252</sup> Somit werden stille Reserven nur zur Hälfte steuerwirksam aufgedeckt.

Neben der direkten Übertragung von Immobilien besteht zudem die Möglichkeit inländische Rechtsträger – Kapital- und Personengesellschaften – mit und ohne Immobilienbesitz auf einen REIT zu verschmelzen bzw. Gesellschaftsteile auf einen REIT abzuspalten. Da das REITG praktisch zeitgleich mit dem neuen Umwandlungssteuergesetz (UmwStG) in der Fassung des Gesetzes über steuerliche Begleitmaßnahmen zur Einführung der Europäischen Gesellschaft und zur Änderung weiterer steuerrechtlicher Vorschriften (SEStEG) eingeführt wird, stellt sich die Frage, ob nach neuem Recht Umwandlungsvorgänge systemgerecht in den Privilegierungen des REITG berücksichtigt werden und damit insbesondere bei der Vermögensausstattung der REIT-Aktiengesellschaft einbezogen werden können.<sup>253</sup> Neben den steuerlichen Aspekten ist bei der Umwandlung in einen REIT jedoch auch die Anforderung an den Streubesitz der Aktien zu berücksichtigen. Kein Anteilseigner darf mehr als zehn Prozent der Anteile eines REITs besitzen. Eine Umgehung dieser Zehn-Prozent-Grenze wäre nur durch die Gründung mehrerer Gesellschaften möglich. Somit muss in der Regel ein REIT-Initiator mit dem Kontrollverlust rechnen.<sup>254</sup>

REITs erhalten durch die steuerliche Privilegierung einen erheblichen Wettbewerbsvorteil bei der Akquisition von Immobilien. Nicht privilegierte Investoren werden zum Ausgleich des Steuervorteils an potentielle Verkäufer höhere Kaufpreise aufbieten müssen. Diese

---

<sup>250</sup> Vgl. Schmid, Kapitalmarkt, S. 42.

<sup>251</sup> Vgl. Bron, Das G-REIT-Gesetz, S. 15.

<sup>252</sup> Vgl. Friedemann, Das Ende der Beschaulichkeit, S. 43.

<sup>253</sup> Vgl. Haritz/Asmus, Das REIT-Gesetz und das Umwandlungssteuerrecht, S. 77.

<sup>254</sup> Vgl. Jumpertz, Umwandlung in REIT, S. 24.

Ungleichbehandlung, die zu starken Marktverzerrungen führen kann, ist verfassungs- und beihilferechtlich bedenklich.<sup>255</sup>

Da trotz der Einführung von REITs in Deutschland nicht mit einer vollständigen Umwandlung aller Immobilienaktiengesellschaften gerechnet werden kann, sollen sie hier kurz vorgestellt werden. Gemäß der Definition des Bankhauses Ellwanger & Geiger gibt es in Deutschland derzeit 66 börsennotierte Immobilienaktiengesellschaften.<sup>256</sup> Die Entwicklung des Immobilienaktienindex E&G DIMAX gibt Abbildung 11 wieder.

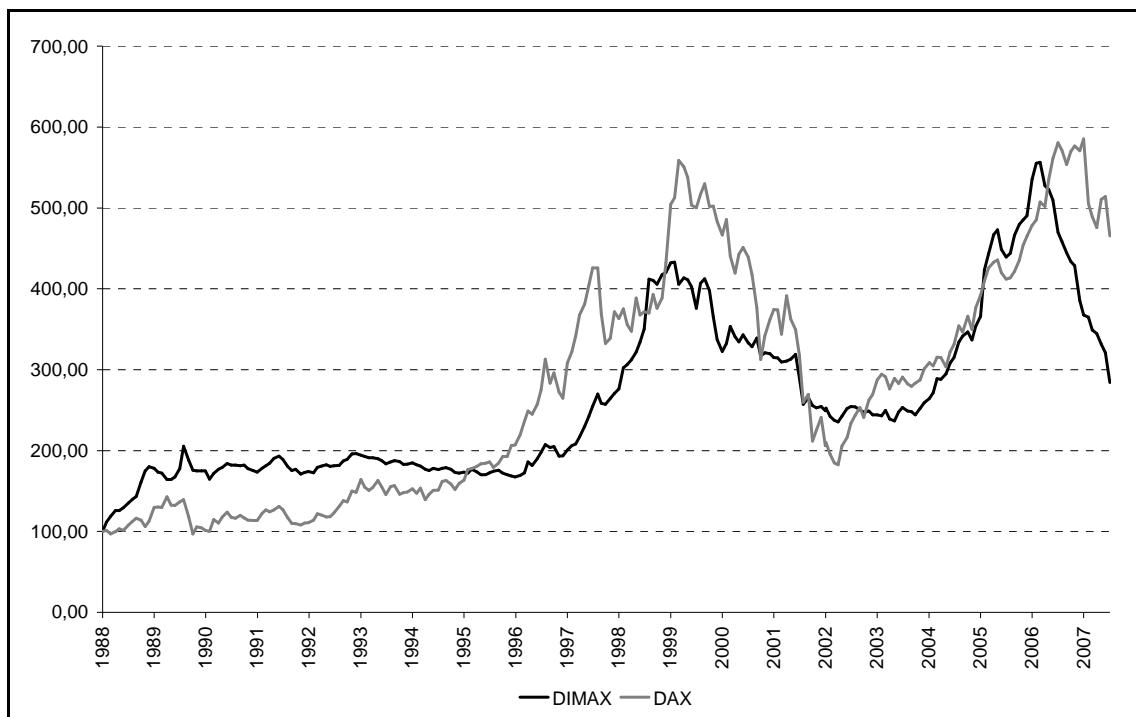


Abbildung 11: Entwicklung des E&G DIMAX im Vergleich zum DAX-30 seit 1988  
Quelle: Bankhaus Ellwanger & Geiger, Juli 2008

Im amerikanischen Markt für indirekte Immobilienanlagen spielen Immobilienaktiengesellschaften mit bestandshaltendem Charakter nur noch eine geringe Rolle, da sie weitestgehend durch REITs verdrängt wurden.<sup>257</sup> Für die Bewertung des Immobilienbestands von Immobilien-AGs und REITs in Deutschland bietet sich ein mit den International Financial Reporting Standards (vgl. Punkt 3.3.3) konformer Ansatz an, da so die zur Portfoliosteuerung und Performancemessung ermittelten Werte gleichzeitig in der Rechnungslegung verwendet werden können. Im Fall der IVG AG – einer der führenden deutschen Immobilienaktiengesellschaften – erfolgt dies mittels DCF-Verfahren und Vergleichswerten in Übereinstimmung mit den International Valuation Standards (vgl.

<sup>255</sup> Vgl. Bron, Wesentliche Defizite des REIT-Gesetzentwurfes, S. 182.

<sup>256</sup> Vgl. Bankhaus Ellwanger & Geiger, Indexaufbau, S. 1.

<sup>257</sup> Vgl. McDonald, The Case for Global Real Estate Securities, S. 8; vgl. Barkham, The financial structure and ethos of property companies: an empirical analysis, S. 442.

Punkt 3.4.2) bzw. den Standards der Royal Institution of Chartered Surveyors (vgl. Abschnitt 4.2).<sup>258</sup>

Real Estate Investment Trusts (REITs) setzen sich international als anerkanntes und vergleichbares Investitionsvehikel durch und weisen eine stetig wachsende Marktkapitalisierung auf.<sup>259</sup> REITs sind den USA und Australien bereits seit vielen Jahren erfolgreich etabliert und spielen bspw. auch in Singapur eine bedeutende Rolle.<sup>260</sup> In Europa verfügen Belgien und die Niederlande bereits seit geraumer Zeit über vergleichbare Vehikel, während Frankreich in 2003 und Großbritannien kürzlich REIT-Gesetze verabschiedet haben.<sup>261</sup> Weitere europäische Länder wie Italien oder Finnland erwägen ebenfalls eine Einführung. Aufgrund der Besteuerung auf Ebene der Anteilseigner bei REITs ergeben sich bei der transnationalen Investition Fragen bezüglich der Steuerhoheit, die nicht gänzlich durch Doppelbesteuerungsabkommen geklärt sind. Aus Sicht der Investoren wäre deshalb – trotz der schwierigen Umsetzbarkeit – langfristig eine europäische Lösung im Sinne einer harmonisierten REIT-Gesetzgebung wünschenswert.<sup>262</sup>

Die anhaltende Verbreitung von REITs und das große Investoreninteresse sind insbesondere auf die Steuertransparenz auf Unternehmensebene zurückzuführen.<sup>263</sup> Der Erfolg lässt sich zudem auf durch die niedrige Korrelation mit Aktien und Anleihen begründen.<sup>264</sup> Sowohl für REITs als auch für Immobilien-AGs spielt der Net Asset Value eine zentrale Rolle bei der Fundamentalanalyse des Wertpapiers. Hier kann die Immobilienbewertung entscheidenden Einfluss auf den einzelwirtschaftsgtorientierte Unternehmenswert haben. Anleger und Rechnungslegungsadressaten haben ein inhärentes Interesse an transparenten, nachvollziehbaren sowie länder- und unternehmensübergreifend einheitlichen Wertermittlungen für Zwecke der Investitionsanalyse und des Performancevergleichs. Insbesondere für internationale Immobilieninvestoren ist die Investition in REITs für die Umsetzung einer geographischen Diversifizierungsstrategie attraktiv, da hierfür kein lokales Management aufgebaut werden muss. Somit kann eine harmonisierte Immobilienbewertung zur erfolgreichen Entwicklung dieser Anlageklasse beitragen.

---

<sup>258</sup> Vgl. IVG, Geschäftsbericht 2006, S. 29.

<sup>259</sup> Vgl. Buttimer/Hyland/Sanders, REITs, IPO Waves and Long-Run Performance, S. 58; vgl. Funk/Schulz-Eickhorst, REITs und REIT-Fonds, S. 793.

<sup>260</sup> Vgl. Chen/Mills, Global Real Estate Investment Going Mainstream, S. 18.

<sup>261</sup> Womit auch der Trend zum Delisting von Property-Companies beendet wurde. Vgl. Goodby, A private answer to the public question, S. 50.

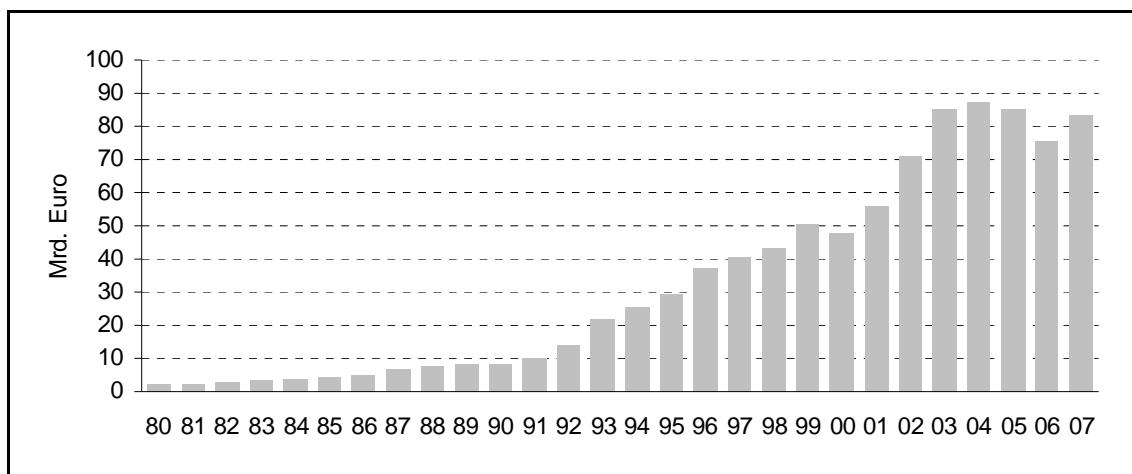
<sup>262</sup> Vgl. Schulte, Real Estate Investment Trust, S. 29.

<sup>263</sup> Vgl. Buttimer/Hyland/Sanders, REITs, IPO Waves and Long-Run Performance, S. 58.

<sup>264</sup> Vgl. McDonald, The Case for Global Real Estate Securities, S. 3.

Eine deutsche Spezialität stellen die offenen Immobilienfonds dar, es gibt sie jedoch auch vereinzelt in anderen Ländern.<sup>265</sup> Sie werden von Kapitalanlagegesellschaften als Investmentfonds begeben. Ein offener Immobilien-Publikumsfonds wird als rechtlich selbstständiges Grundstücksondervermögen bezeichnet. Es wird unter der Zielsetzung der Risikostreuung und Gewinnerzielung überwiegend in Grundstücke und grundstücksgleiche Rechte investiert und von einer Kapitalanlagegesellschaft als Sondervermögen von ihrem eigenen Vermögen getrennt verwaltet.<sup>266</sup>

Offene Immobilien-Publikumsfonds orientieren sich vornehmlich an Privatinvestoren, die einen Anteil am Sondervermögen des Fonds erwerben. Die Rücknahmeverpflichtung der offenen Immobilienfonds garantiert, dass der Anleger zu jedem Zeitpunkt seinen Anteil zum Gegenwert einlösen kann. Der Wert seines Anteils bestimmt sich über den Wert des gesamten Fondsvermögens geteilt durch die Anzahl der ausgegebenen Anteilscheine.<sup>267</sup> Durch die Ausgabe bzw. Rücknahme von Anteilscheinen kommt es zu Geldzuflüssen bzw. -abflüssen, so dass nicht begrenzt ist, woher die Bezeichnung offener Fonds („open end funds“) röhrt.<sup>268</sup> Die Entwicklung der Fondsvermögen der offenen Immobilienfonds kann Abbildung 12 entnommen werden.



**Abbildung 12: Fondsvermögen der offenen Immobilienfonds bis zum Jahr 2007**  
Quelle: BVI

Wie die Abbildung verdeutlicht erfuhren die offenen Immobilienfonds in den letzten Jahren – mit Ausnahme der Jahre 2000, 2005 sowie 2006, die durch Fondskrisen gezeichnet waren – einen kontinuierlichen Kapitalzufluss.<sup>269</sup>

<sup>265</sup> Vgl. McDonald, The Case for Global Real Estate Securities, S. 12; vgl. Klug, Immobilienaktien mit Rückenwind, S. 41.

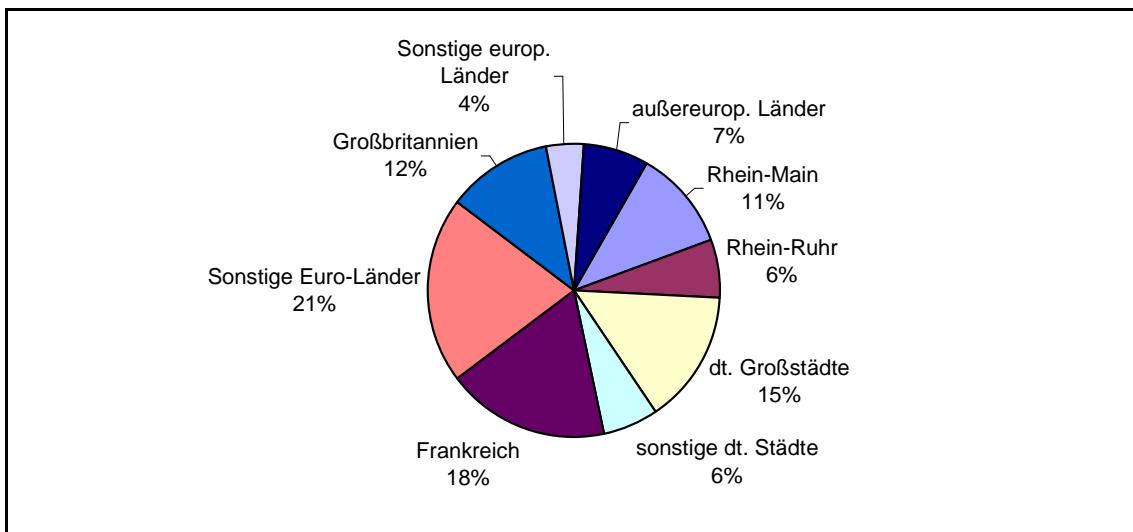
<sup>266</sup> Vgl. Schulte/Holzmann, Institutionelle Aspekte der Immobilienökonomie, S. 174.

<sup>267</sup> Vgl. Cieleback, Offene Immobilienfonds, S. 8.

<sup>268</sup> Vgl. Cieleback, Offene Immobilienfonds, S. 8.

<sup>269</sup> Vgl. BVI, Investment 2006, S. 94f.

Mit dem deregulierten Gesetzesrahmen und dem erweiterten Anlagespektrum, die sich aus dem im November 2001 beschlossenen Vierten Finanzmarktförderungsgesetz ergeben, eröffnete sich den offenen Immobilienfonds die Möglichkeit der verstärkten Anlage im Ausland, die nunmehr von den meisten Fonds konsequent ausgenutzt wird.<sup>270</sup> Dieses Diversifizierungspotential wurde aktiv ausgenutzt, wie Abbildung 13 entnommen werden kann.<sup>271</sup> Überraschend, ist wie schnell die Verlagerung des Anlageschwerpunktes vorgenommen werden konnte. Bis Mitte der neunziger Jahre waren die offenen Immobilienfonds überwiegend noch auf Deutschland fokussiert.<sup>272</sup>



**Abbildung 13: Zusammensetzung des Investitionsvolumens Offener Immobilienfonds**  
Quelle: BVI, Stand 2006

Der Anteil der ausländischen Immobilien übertrifft den der inländischen annähernd um das Zweifache, wie Abbildung 13 darstellt. Die Feststellung des Werts des Sondervermögens, welche die Grundlage für den Verkauf und Rücknahme von Anteilscheinen des Fonds bildet, basiert auf der Verkehrswertermittlung der gehaltenen Fondseigentum.<sup>273</sup> Der bedeutende Anteil ausländischer Immobilien macht die Frage internationaler Immobilienbewertungen zu einem entscheidenden Anliegen offener Immobilienfonds. Dies erscheint umso dringender, als sich die deutschen offenen Immobilienfonds derzeit von der ersten Welle der Internationalisierung durch Diversifikation in Europa hin zu einer globalisierten Anlagestrategie entwickeln.<sup>274</sup>

Die Relevanz einer transparenten, objektiven und einheitlichen internationalen Immobilienbewertung verschärft sich überdies vor dem Hintergrund der steigenden Skepsis der

<sup>270</sup> Vgl. Schulte, Internationalisierung der Immobilienbewertung, S. 50.

<sup>271</sup> Vgl. BVI, Investment 2004, S. 57.

<sup>272</sup> Vgl. Kortebelin, Die dritte Fonds-Generation, S. 49.

<sup>273</sup> Vgl. Stroh, Aktuelle Bewertungsfragen Offener Immobilienfonds, S. 410.

<sup>274</sup> Vgl. Kortebelin, Die dritte Fonds-Generation, S. 49.

Anleger bezüglich der Zuverlässigkeit der Verkehrswertermittlung der offenen Immobilienfonds. Das prominenteste Beispiel der letzten Jahre ist die Bewertungskrise des Deka-Fonds, die das Vertrauen der Anleger erschüttert und die Deka in eine wirtschaftliche Krise gestürzt hat.<sup>275</sup> Bei den folgenden Immobilienverkäufen wurden jedoch deutliche Veräußerungsgewinne erzielt, die halfen, die Krise zu überwinden.<sup>276</sup>

Für die Wertermittlung der offenen Immobilienfonds sind im Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG) sog. Sachverständigenausschüsse vorgesehen. Deren Aufgabe ist grundlegend im § 27c KAGG (letzte Fassung vom 9. September 1998) festgehalten. Dort heißt es:

„....ausgewiesene Grundstücke sind mit dem Wert anzusetzen, der von dem Sachverständigenausschuss (SVA) des Grundstücksondervermögens festgestellt wurde.“

Der SVA bewertet die Grundstücke vor Erwerb und danach mindestens einmal jährlich sowie neu zu bewertende Grundstücke vor ihrem Erwerb.“

Somit sind die Bewertungsanlässe für offene Immobilienfonds gesetzlich klar vorgegeben. Weiterhin ist zu berücksichtigen, dass der vom Sachverständigenausschuss ermittelte Wert vor dem Erwerb von Liegenschaften für die Kapitalanlagegesellschaft eine verbindliche Obergrenze für den Kaufpreis markiert, wie sich aus § 67(5) des Investmentgesetz vom 1. Januar 2004 ergibt:

„Ein Vermögensgegenstand nach den Ansätzen 1 und 2 darf nur erworben werden, wenn der Sachverständigenausschuss ihn zuvor bewertet hat und die aus dem Sondervermögen zu erbringende Gegenleistung den ermittelten Wert nicht oder nur unwesentlich übersteigt.“

Da die Kapitalanlagegesellschaften (noch) der deutschen Gesetzgebung unterliegen, sind für die Bewertung die einschlägigen Gesetze und Bestimmung zugrunde zu legen:<sup>277</sup>

- das BauGB § 194
- die Wertermittlungsverordnung (WertV 88)
- die Wertermittlungsrichtlinien (WertR 02)

---

<sup>275</sup> Vgl. Stroh, Werte und Gegenwerte, S. 41.

<sup>276</sup> Vgl. Simon, Interview

<sup>277</sup> Vgl. Stroh, Aktuelle Bewertungsfragen Offener Immobilienfonds, S. 410.

Während die Voraussetzungen für die Wertermittlung nach deutschen Vorgaben für in Deutschland gelegene Liegenschaften gegeben sind, muss dies für ausländische Immobilien nicht der Fall sein.<sup>278</sup>

In diesem Kontext kommt einer einheitlichen und zuverlässigen Immobilienbewertung im In- und Ausland eine zentrale Bedeutung zu. Dabei dient die Verkehrswertermittlung nicht nur der Erfolgsmessung der Fonds, sondern auch der Wertkommunikation zum Anleger.<sup>279</sup> Für die Gewinnung des Anlegervertrauens und aus Gründen der Praktikabilität ist die Erhöhung der Wertermittlungstransparenz bei offenen Immobilienfonds anderen Vorstößen vorzuziehen.<sup>280</sup> Die Möglichkeit eines Ratings kann der Transparenz offener Immobilienfonds sicherlich zuträglich sein.<sup>281</sup> Dem Rating ist jedoch entgegenzuhalten, dass die Wertreiber der offenen Immobilienfonds die gehaltenen Liegenschaften sind, an denen die Wertermittlung direkt anknüpft. Somit kann die Funktion der Bestimmung der Werthaltigkeit durch eine geeignete Immobilienwertermittlung völlig ausreichend Rechnung getragen werden.<sup>282</sup> Durch die Einführung eines weiteren Be trachtungsmaßstabs wird eher Verunsicherung geschürt als Vertrauen geschaffen.<sup>283</sup>

Neben den offenen Immobilienfonds spielen offene Immobilien-Spezialfonds eine wachsende Rolle auf den Immobilienmärkten. § 2 Abs. 3 des Investitionsmodernisierungsgesetz definiert sie folgenderweise: „Spezial-Sondervermögen sind Sondervermögen, deren Anteile auf Grund schriftlicher Vereinbarungen mit der Kapitalanlagegesellschaft jeweils von nicht mehr als 30 Anlegern, die nicht natürliche Personen sind, gehalten werden.“

Für offene Immobilien-Spezialfonds liegt der Anlageschwerpunkt in Absprache mit den Anlegern in der Regel auf Immobilien.<sup>284</sup> Jedoch sollte im Rahmen einer international diversifizierten Anlagestrategie eine Absicherung der Zins- und Währungsrisiken vorgenommen werden, die einen Rückgriff auf Kapitalmarktinstrumente nötig macht. Somit wird im Sinne der Anleger zur Absicherung ein Teil des Sondervermögens für Investitio-

---

<sup>278</sup> Vgl. Zurhorst, Internationale Bewertungsverfahren: "Es ist höchste Zeit für einheitliche Standards", S. 12.

<sup>279</sup> Vgl. Trotz, Marktgerechte Bewertung von Immobilien, S. 139–141.

<sup>280</sup> Vgl. Trotz, Anforderungen an die Immobilienbewertung werden weiter wachsen, S. 501 f.

<sup>281</sup> Vgl. Cieleback, Offene Immobilienfonds, S. 14; vgl. Ellrott, Immobilien-Rating aus Sicht eines Marktforschungsinstitutes, S. 122–125; vgl. Trotz, Chancen- und Risikoprofile für Immobilien durch ein Markt- und Objekt-Rating, S. 118–121.

<sup>282</sup> Vgl. Stroh/Archner, Der Markt ist die Benchmark, S. 25.

<sup>283</sup> Vgl. Stroh, Werte und Gegenwerte, S. 41.

<sup>284</sup> Vgl. Schulte/Holzmann, Institutionelle Aspekte der Immobilienökonomie, S. 176.

nen jenseits von Immobilien aufgewendet.<sup>285</sup> Zu den Hauptinvestoren in Spezialfonds zählen Versicherungen, Pensionskassen sowie Kirchen und Stiftungen.<sup>286</sup>

Die Wertermittlung für offene Immobilienspezialfonds ist grundsätzlich mit der für Publikumsfonds vergleichbar. Dies gilt insbesondere, wenn der Spezialfonds mehr als einen Anleger hat. Im Fall eines Single-Investor-Spezialfonds liegt die Ausgangslage etwas anders. Der Spezialfondsinvestor, der sämtliche Anteile eines Fonds hält, trägt somit auch grundsätzlich die gesamten Markt- und Liquiditätsrisiken, die sich aus den von ihm über den Anlageausschuss initiierten Investitionen und Desinvestitionen ergeben. Hier kann die im Spezialfondsbereich mögliche Sachauskehrung sämtlicher Vermögensgegenstände des Fonds an den Anleger helfen, die mit Anlageentscheidungen verbundenen Liquiditätsrisiken zu mindern und ihm unabhängig von der Marktgängigkeit der Objekte den „inneren“ Wert seiner Fondsanlage zu erhalten.<sup>287</sup>

Dem ist jedoch entgegenzuhalten, dass die Sachauskehrung im Fall von Immobilien aufgrund deren eingeschränkter Fungibilität nur begrenzt Liquidität schaffen kann und der „innere“ Wert einer Immobilie aus finanztheoretischer Sicht durch eine ertragsorientierte Bewertung – wie sie im Fondsreich zur Anwendung kommt – bereits hinreichend erfasst sein sollte.<sup>288</sup>

Nur durch marktgerechte und regelmäßige Wertermittlungen ist eine zuverlässige Erfolgsbestimmung und Investitionskontrolle im Sinne des Anlegers möglich. Des Weiteren ist zu berücksichtigen, dass hinter dem von Spezialfondsinvestoren angelegten Fondsvermögen häufig gleichermaßen wie Publikumsfondsanleger schützenwerte Anlegergruppen stehen.<sup>289</sup> Somit erfüllt die Wertermittlung gleichzeitig die Funktion der Wertsicherung und Berichterstattung der Geldgeber der Fondsinvestoren. Die Tatsache, dass derzeit noch unterschiedliche und nicht einheitlich dokumentierte Bewertungsansätze im Rahmen der internationalen Wertermittlung von Immobilien-Spezialfonds zum Einsatz kommen, dokumentiert den Handlungsbedarf im diesen Bereich.<sup>290</sup>

---

<sup>285</sup> Vgl. Kortebein, Die dritte Fonds-Generation, S. 49.

<sup>286</sup> Vgl. Bone-Winkel et al., Immobilieninvestition, S. 695f.

<sup>287</sup> Vgl. Archner, Unterscheiden sich die Bewertungen für Spezial- und Publikumsfonds?, S. 494f.

<sup>288</sup> Vgl. Stroh, Aktuelle Bewertungsfragen Offener Immobilienfonds, S. 413.

<sup>289</sup> Vgl. Archner, Unterscheiden sich die Bewertungen für Spezial- und Publikumsfonds?, S. 495.

<sup>290</sup> Vgl. Archner, Unterscheiden sich die Bewertungen für Spezial- und Publikumsfonds?, S. 495.

Geschlossene Immobilienfonds können gleichermaßen als Immobilieninvestition als auch Immobilienfinanzierung eingeordnet werden.<sup>291</sup> Die Zuordnung hängt – wie in vielen Bereichen, die zwischen Investition und Finanzierung stehen – von der primären Motivation der Fondskonstruktion ab. Anders formuliert hängt die Einordnung davon ab, ob der Fonds im Rahmen der Finanzierung eines Immobilienprojektes aufgelegt wird oder Anleger ihr Kapital in einem Fonds bündeln, um gewünschte Investitionen zu tätigen. Seine ökonomische Funktion ist in diesem Rahmen die eines Arrangeurs, der die Interessen von Kapitalnachfragern und Kapitalanbietern in Einklang bringt. Die Marktfähigkeit der Fondskonstruktion beruht somit auf ihrer Fähigkeit, für beide Seiten eine win-win Situation zu schaffen.

Die ökonomische Funktion geschlossener Fonds lässt sich grundlegend in drei Transformationen aufteilen:<sup>292</sup>

1. Informationstransformation: Durch die Fähigkeiten und Erfahrung der Intermediäre, die so die Transaktionskosten senken.
2. Betragstransformation: Durch eine „Überbrückung von Stückelungen“ in Kapitalbeträgen, die potentiell die Effizienz des Kapitaleinsatzes erhöhen.
3. Risikotransformation: Durch die Prospekthaftung, Risikoausgleich unter den Kapitalanlegern und die Risikoselektion in der Fondsauswahl.

Geschlossene Immobilienfonds werden von Fondsinitiatoren aufgelegt und Privatanlegern zum anteiligen Erwerb angeboten. Nachdem alle Anteile platziert worden sind, wird der Fonds geschlossen. Die Anleger sind in der Regel an der Nutzung von Steuervorteilen, an Ausschüttungen und am Wertzuwachs interessiert. Geschlossene Immobilienfonds konnten im Gegensatz zu den offenen Immobilienfonds die Sonderabschreibungsmöglichkeiten in den neuen Bundesländern nutzen, da ihre Ausschüttungen auf Besteuerungsebene des Anlegers als Einkommen aus Vermietung und Verpachtung behandelt werden.<sup>293</sup> Anders als offene Immobilienfonds unterliegen geschlossene Immobilienfonds nicht den Regelungen des Investmentmodernisierungsgesetz.<sup>294</sup>

Investitionsobjekt ist meist eine einzelne Immobilie. Grundsätzlich kann in zwei Immobilienarten für geschlossene Immobilienfonds unterschieden werden. Zum einen die Anlageimmobilien, die von einer Vielzahl von Mietern genutzt werden können und denen

---

<sup>291</sup> Vgl. Schulte/Holzmann, Institutionelle Aspekte der Immobilienökonomie, S. 177; sowie Opitz, Finanzierung durch geschlossene Immobilienfonds, S. 91.

<sup>292</sup> Vgl. Loritz/Pfnür, Zukunftsperspektiven geschlossener Immobilienfonds in Deutschland, S. 28.

<sup>293</sup> Vgl. Opitz, Finanzierung durch geschlossene Immobilienfonds, S. 91.

<sup>294</sup> Vgl. Schulte/Holzmann, Institutionelle Aspekte der Immobilienökonomie, S. 177.

durch einen Mieterwechsel keine großen Umbaukosten entstehen. Zu den Anlageimmobilien für geschlossenen Immobilienfonds zählen:<sup>295</sup>

- Bürohäuser
- Geschäftshäuser
- Einkaufsmärkte
- Gewerbeparks
- Lagerhallen
- Wohnimmobilien

Zum anderen kommen die Betreiberimmobilien, deren Ertragsmöglichkeiten von einem erfolgreichen Konzept des Betreibers abhängig sind. Mit einem Ausfall des Betreibers sind für gewöhnlich bei einer Anschluss- oder Nach bzw. Neuvermietung erhebliche Investitionen notwendig, um eine erfolgreiche langfristige Nutzung zu ermöglichen. Zu den Betreiberimmobilien gehören:<sup>296</sup>

- Senioren- und Pflegeanlagen
- Kliniken
- Hotels
- Boardinghäuser
- Freizeitanlagen

Mit dem Auslaufen der Sonderabschreibungsmöglichkeiten in den neuen Bundesländern und einer zunehmend restriktiven Steuergesetzgebung und -rechtsprechung im Bereich der geschlossenen Immobilienfonds ist deren Volumen seit Ende der neunziger Jahre merklich zurückgegangen.<sup>297</sup> Die Entwicklung der Neuinvestitionen geschlossener Immobilienfonds ist in Abbildung 14 dargestellt.

Die Branche reagierte auf die veränderten Marktbedingungen mit einer Umorientierung von steuerlich motivierten Konstruktionen hin zu „Renditeobjekten“, insbesondere im Ausland.<sup>298</sup> Die aktuelle steuerrechtliche Behandlung geschlossener Immobilienfonds schafft eine ungerechtfertigte Benachteiligung für diese Anlageklasse mit dem Ergebnis, dass ein Grossteil der Investitionen in Auslandsobjekte verlagert wurde.<sup>299</sup> Die Investition in ausländische Immobilien ist für in Deutschland steuerpflichtige Privatpersonen interessant, da aufgrund des Belegenheitsprinzips niedrigere ausländische Steuersätze und Freibeträge zur Anwendung kommen. Voraussetzung ist ein gültiges Doppelbesteuerungsabkommen zwischen den betroffenen Ländern.<sup>300</sup> Hieraus resultiert ein Bedeu-

<sup>295</sup> Vgl. Opitz, Finanzierung durch geschlossene Immobilienfonds, S. 91.

<sup>296</sup> Vgl. Opitz, Finanzierung durch geschlossene Immobilienfonds, S. 92.

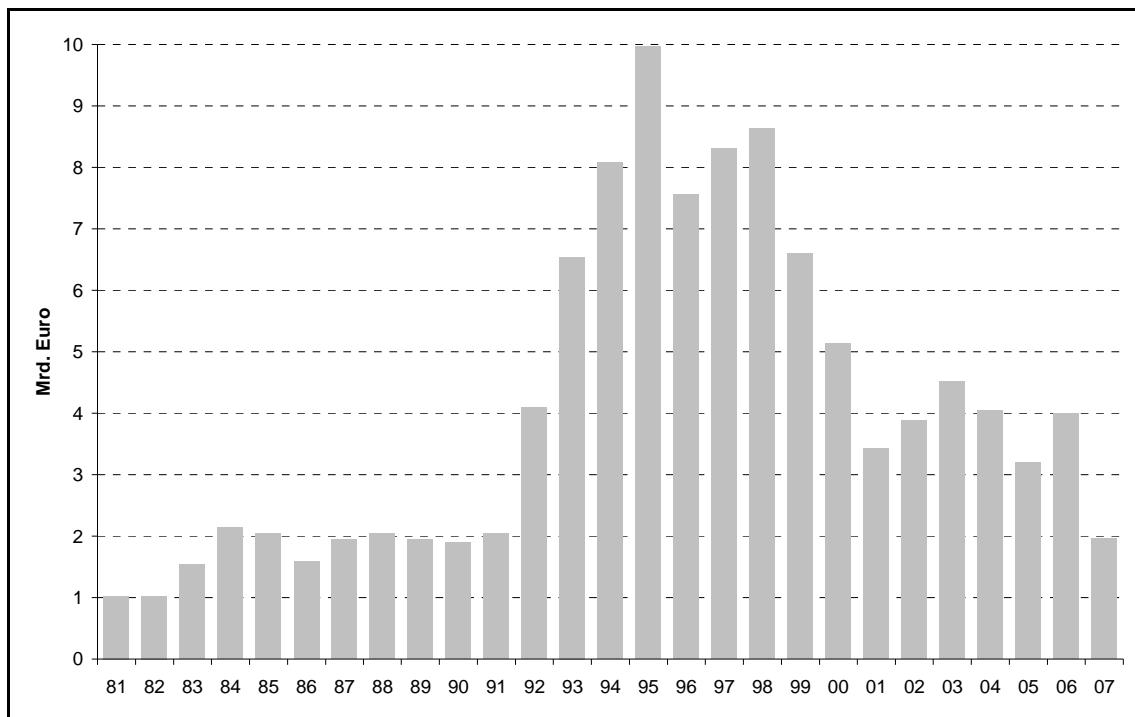
<sup>297</sup> Vgl. Loritz/Pfnür, Zukunftsperspektiven geschlossener Immobilienfonds in Deutschland, S. 28.

<sup>298</sup> Vgl. Schulte/Holzmann, Institutionelle Aspekte der Immobilienökonomie, S. 177.

<sup>299</sup> Vgl. Loritz/Pfnür, Zukunftsperspektiven geschlossener Immobilienfonds in Deutschland, S. 39.

<sup>300</sup> Vgl. Opitz, Finanzierung durch geschlossene Immobilienfonds, S. 107.

tungszuwachs der internationalen Immobilienwertermittlung geschlossener Immobilienfonds.



**Abbildung 14: Immobilien-Neuanlagen geschlossener Immobilienfonds 1981 bis 2007**  
Quelle: BulwienGesa AG

Immobilienbewertungen für geschlossene Immobilienfonds finden vornehmlich beim An- und Verkauf von Fondsimmobilien statt. Geschlossene Immobilienfonds unterliegen wie bereits erwähnt nicht den Regelungen des Investmentmodernisierungsgesetz. Somit ist eine Bewertung von zu erwerbenden oder zu veräußernden Objekten weder vorgeschrieben noch für den Kauf- bzw. Verkaufspreis verbindlich. Die Bewertung erfüllt vielmehr die Funktion einer vorläufigen Bewertung und wird dementsprechend auf Basis eines vereinfachten Verfahrens vorgenommen. Im Allgemeinen kommt ein Mietvervielfältiger im Rahmen solcher Bewertungen zur Anwendung. Dies lässt sich darauf zurückführen, dass Mietvervielfältiger als Indikator für die Kapitalverzinsung dienen können, die bei der Auswahl der Fondsimmobilien unter Berücksichtigung der Eigenkapitalverzinsungsansprüche der Fondsinvestoren von Bedeutung ist.<sup>301</sup> Im Gegensatz zu offenen Immobilienfonds kann der Anteil an einem geschlossenen Fonds aufgrund seiner rechtlichen Konstruktion in der Regel nicht vor Ablauf der vertraglich festgelegten Laufzeit des Fonds möglich,<sup>302</sup> so dass auch die Notwendigkeit der regelmäßigen Bewertung des Fondsvermögens entfällt.

<sup>301</sup> Vgl. Opitz, Finanzierung durch geschlossene Immobilienfonds, S. 95.

<sup>302</sup> Vgl. Opitz, Finanzierung durch geschlossene Immobilienfonds, S. 98.

Diese vereinfachte Form des Ertragswertverfahrens wird auch als Maklermethode bezeichnet. Sie ist eine der grundlegendsten Formen der Immobilienbewertung und international weit verbreitet.<sup>303</sup> Einer Anwendung für ausländische Immobilien steht bei diesem rudimentären Verfahren, vorausgesetzt es stehen ausreichend zuverlässige Mietvervielfältiger zur Verfügung, nichts im Wege. Jedoch muss die Frage gestellt werden, inwieweit die Interessen der Fondsanleger gewahrt werden, wenn für den wirtschaftlichen Erfolg des Fonds entscheidende Investitionen auf Basis eines rudimentären Bewertungsverfahrens getroffen werden.

Weiterhin ist zu berücksichtigen, dass Erwerb und Verkauf nicht die einzigen Anlässe für die Bewertung von Fondssimmobilien darstellen sollten. Im Sinne der Anleger ist eine kontinuierlichen Erfolgskontrolle und Performancemessung durch regelmäßige Wertermittlungen, wie es bei offenen Immobilienfonds der Fall ist, von hoher Bedeutung. Dies setzt im Falle mehrerer gehaltener Immobilien oder für den Vergleich mit inländischen Liegenschaften grenzüberschreitend einheitlich ermittelte Werte voraus.<sup>304</sup>

Gerade unter dem Aspekt der Prospekthaftung sollte bei Fondsinitiatoren ein großes Interesse an einer plausiblen und nachhaltigen Immobilienwertermittlung für geschlossene Immobilienfonds vorhanden sein. Im Gegenzug sollten Anleger zur Wahrung ihrer Interessen und zum Schutz ihrer Investitionen eine zufrieden stellende Bewertung einfordern. Mit der steigenden Zahl internationaler Fondsinvestitionen können nach harmonisierten Vorgaben erstellte Bewertungen einen effektiven Schutz der Anleger gewährleisten. Unumstößliche Notwendigkeit ist in diesem Kontext jedoch nicht nur eine harmonisierte Wertermittlung, sondern auch deren Anwendung durch einen qualifizierten und unabhängigen Sachverständigen, um Informationsasymmetrien und sich daraus ergebenden Prinzipal-Agenten-Problemen vorzubeugen.<sup>305</sup>

### 3.3.3 Internationale Rechnungslegung

Ein weiterer wesentlicher Faktor für die Harmonisierung der Immobilienwertermittlung ist die Entwicklung der harmonisierten Rechnungslegung. Die wachsende Anwendung der IFRS ist Antriebsmotor für eine engere Zusammenarbeit von Bewertungssachverständigen und Rechnungslegungsexperten.<sup>306</sup> Dies ergibt sich aus dem Fair Value-Ansatz für Bilanzpositionen der IFRS. Dieses Konzept erstreckt sich insbesondere auch auf

<sup>303</sup> Vgl. Kleiber/Simon/Weyers, Verkehrswertermittlung von Grundstücken, S. 1341–1343.

<sup>304</sup> Vgl. Leopoldsberger, Kontinuierliche Wertermittlung von Immobilien, S. 9; vgl. Brett, Valuation standards for the global market, S. 3.

<sup>305</sup> Vgl. Cieleback, Offene Immobilienfonds, S. 9–14.

<sup>306</sup> Vgl. Schulte, IAS/IFRS Immobilienbewertung und -rechnungslegung, S. 10.

Immobilien. Abweichend von der Bilanzierung nach dem HGB sehen die IFRS eine Bilanzierung von Immobilien zum Zeitwert vor.<sup>307</sup> Um jedoch Immobilien zu Marktwerten bilanzieren zu können, müssen von entsprechend qualifizierten Sachverständigen Marktwertgutachten erstellt werden.<sup>308</sup>

Der Wechsel von der Bezeichnung International Accounting Standards (IAS) zu International Financial Reporting Standards (IFRS) hat zu einiger Verwirrung geführt. Die Namensänderung geht auf die Ablösung des International Accounting Standards Committees (IASC) durch das International Accounting Standards Board am 1. April 2001 zurück, das sich entschlossen hatte die von ihm verabschiedeten Standards als IFRS zu veröffentlichen. Das Board nimmt als Oberbegriff fortan auch IFRS während in der Praxis häufig noch IAS oder die Kombination IAS/IFRS verwendet wird. In zeitlicher Betrachtung gilt:<sup>309</sup>

- IAS sind die vom IASC verabschiedeten, weiterhin gültigen Standards.
- IFRS sind die vom IASB verabschiedeten neuen Standards.

Die Umstellung in der Bilanzierung von fortgeschriebenen Anschaffungs- bzw. Herstellungskosten zu Zeitwerten stellt einen drastischen Umbruch in der Rechnungslegung dar. Im Vordergrund der klassischen deutschen Rechnungslegung steht der Gläubigerschutz, der Ausdruck im Vorsichtsprinzip findet. Unter dem Vorsichtsprinzip nach § 252 HGB sind vier Bewertungsmaßstäbe zusammengefasst:

- Das Realisationsprinzip,
- das Imparitätsprinzip,
- das Niederstwertprinzip
- und das Höchstwertprinzip.

Die allgemeinen Bewertungsvorschriften werden in den §§ 252–256 des HGB behandelt, die Spezialvorschriften für Kapitalgesellschaften in den §§ 279–283 HGB. Für Immobilien gilt das strenge Niederstwertprinzip auf Basis der Anschaffungs- oder Herstellungskosten. Diese stellen die oberste Bewertungsgrenze dar. Somit soll sichergestellt werden, dass zu jedem Zeitpunkt genügend Haftungsmasse für die Gläubiger vorhanden ist. Dieses Vorgehen führt zu dem Ergebnis, dass sich im Zeitablauf erhebliche Stille Reserven

---

<sup>307</sup> Vgl. Baumunk/Böckem/Schurbohm-Ebneth, Die Bilanzierung von Immobilien nach International Accounting Standards, S. 355.

<sup>308</sup> Vgl. Schulte, Internationalisierung der Immobilienbewertung, S. 50f.

<sup>309</sup> Vgl. Lüdenbach, IAS / IFRS, S. 44.

durch das in der Regel zu niedrig bilanzierte Immobilienvermögen ergeben können.<sup>310</sup> Weiterhin steht die handelsrechtliche Rechnungslegung aufgrund des Maßgeblichkeitsprinzips in engem Zusammenhang mit der Steuerbemessung. Dies hat zum Ergebnis, dass handelsrechtliche Jahresabschlüsse für die Entscheidungsfindung nur von begrenztem Nutzen sind.<sup>311</sup>

Im Gegensatz hierzu steht der „true and fair view“-Ansatz der IFRS. Zielsetzung der Rechnungslegung ist hier die Vermittlung entscheidungsrelevanter Informationen, die Investoreninteressen stehen im Vordergrund. Hierfür greifen die IFRS auf eine Reihe von Bilanzierungs- und Bewertungsmethoden zurück, welche die Zielsetzung der Informationsgewähr stützen. Im Bereich der Bewertung ist hier der Fair Value von zentraler Bedeutung. Der beizulegende Zeitwert ist idealerweise ein aus Marktdaten abgeleiteter Wert; er ist definiert als der Betrag, „zu dem ein Vermögenswert zwischen sachverständigen, vertragswilligen und voneinander unabhängigen Geschäftspartnern getauscht werden könnte“. <sup>312</sup> Dabei soll er die aktuelle Marktlage und die Umstände zum Bilanzstichtag widerspiegeln.

Das IASB stellt in IAS 40.29 fest, dass es sich beim Fair Value von Immobilien in der Regel um den Marktwert handelt. Somit ergibt sich eine Schnittstelle zur allgemeinen Immobilienbewertung und den International Valuation Standards, die den vom IASB avisierten Marktwert aufgreifen und verbindlich definieren. Darüber hinaus ergibt sich aus der Begriffsidentität der Market Value-Definition der RICS und der TEGOVA mit den IVS ein solides Fundament für die bilanzielle Bewertung von Immobilien. In Übereinstimmung mit der Definition des Verkehrswertes in § 194 BauGB geht das IASB davon aus, dass der beizulegende Zeitwert denjenigen Preis repräsentiert, der als faire Verhandlungslösung zwischen den Grenzpreisen von Käufer und Verkäufer am wahrscheinlichsten zustande kommt.<sup>313</sup>

Die IFRS unterscheiden bei der bilanziellen Behandlung von Unternehmensimmobilien in Abhängigkeit von deren Nutzung bzw. Zweck. Die Klassifikation der Immobilien erfolgt anhand eines Entscheidungsbaums, für den IAS 2, IAS 16 und IAS 40 maßgeblich sind.<sup>314</sup> Während die Details der Bilanzierung nach IFRS in Kapitel 6 behandelt werden, soll im aktuellen Zusammenhang differenziert werden, für welche Unternehmensimmobilien die

<sup>310</sup> Vgl. Schulte/Pitschke/Raethel, Rechnungswesen, insbesondere Immobilien-Rechnungslegung, S. 1023f.

<sup>311</sup> Vgl. Baumunk/Böckem/Schurbohm-Ebneth, Die Bilanzierung von Immobilien nach International Accounting Standards, S. 355.

<sup>312</sup> IASB 2002, IAS 40.4.

<sup>313</sup> Vgl. Baumunk/Böckem/Schurbohm-Ebneth, Die Bilanzierung von Immobilien nach International Accounting Standards, S. 358.

<sup>314</sup> Vgl. Abbildung 38.

Klassifizierung zu einer notwendigen oder optionalen Bilanzierung zum Marktwert führt, da sich hieraus ein entscheidender Faktor für die Harmonisierung im Weiteren ableiten lässt.

Immobilien, die als Finanzinvestition gehalten werden, sind nach IAS 40 für die Erstbilanzierung zwingend zu den Anschaffungskosten- oder Herstellungskosten anzusetzen, wobei Transaktionskosten wie z.B. Anwalts- oder Notarkosten sowie Steuern, die mit der Eigentumsübertragung verbunden sind, einzubeziehen sind (IAS 40.17 ff.) Für die Folgebilanzierungen ergibt sich ein Wahlrecht zwischen Bewertung nach dem Fair Value-Modell zum beizulegenden Zeitwert und der Bilanzierung zu fortgeführten Anschaffungs- bzw. Herstellungskosten nach dem Kostenmodell. Wichtig ist jedoch, dass bei der Wahl des Kostenmodells der beizulegende Zeitwert der Immobilie im Anhang anzugeben ist. Folglich sind Immobilien, die unter den IAS 40 fallen, stets zu jedem Stichtag neu zu bewerten.<sup>315</sup>

Anders verhält es sich bei Immobilien, die unter den IAS 16 fallen, also eigengenutzte Objekte und Immobilien in der Entwicklungs- bzw. Erstellungsphase. Der erstmalige Ansatz nach IAS 16.14–22 erfolgt zu Anschaffungs- bzw. Herstellungskosten. Auch hier besteht für die Folgebewertung ein Wahlrecht, wobei als Regelfall die Bilanzierung zu fortgeführten – also um planmäßige Abschreibungen und außerplanmäßigen Wertminde rungen reduzierte – Anschaffungs- oder Herstellungskosten gewählt wird. Der beizulegende Zeitwert muss im Rahmen dieses Ansatzes nicht ermittelt werden, da eine Angabe im Anhang des Jahresabschlusses nicht vorgesehen ist.

Als alternativ zulässige Methode können Immobilien auch mit ihrem beizulegenden Zeitwert bilanziert werden, was eine regelmäßige Neubewertung der Immobilien des Sachanlagevermögens zur Folge hat.<sup>316</sup> Folglich ergibt sich für Immobilien unter IAS 16 die Option für Unternehmen, ihre eigengenutzten und in der Entwicklung befindlichen Immobilien zu Marktwerten zu bilanzieren. Mit Blick auf die internationale Diversifizierung von Unternehmen wird der Ruf der Rechnungslegungsadressaten nach Bewertungsgutachten, die nach einheitlich anerkannten Regeln angefertigt wurden in Einklang mit den IFRS immer lauter.<sup>317</sup> Nicht umsonst steht das International Accounting Standards Board in enger Kooperation mit dem International Valuation Standards Commit-

---

<sup>315</sup> Vgl. Baumunk/Böckem/Schurbohm-Ebneth, Die Bilanzierung von Immobilien nach International Accounting Standards, S. 358.

<sup>316</sup> Vgl. Schulte/Pitschke/Raethel, Rechnungswesen, insbesondere Immobilien-Rechnungslegung, S. 1028–1032.

<sup>317</sup> Vgl. Schulte, IAS/IFRS Immobilienbewertung und -rechnungslegung, S. 10.

tee, um eine enge Verzahnung der internationalen Rechnungslegung und Wertermittlung zu gewährleisten.<sup>318</sup>

Es lässt sich festhalten, dass die stärkste treibende Kraft hinter der Vereinheitlichung der Immobilienwertermittlung die international voranschreitende Harmonisierung der Rechnungslegung ist.<sup>319</sup> Somit folgt die Immobilienwertermittlung – synchron der Rechnungslegung – im Zuge der voranschreitenden Globalisierung der Weltwirtschaft den Forderungen der internationalen Kapitalmärkte nach grenzüberschreitend einheitlicher Berichterstattung und Offenlegung.

### 3.4 Bestehende Harmonisierungsansätze

#### 3.4.1 TEGoVA

##### 3.4.1.1 Organisation

Bereits seit Ende der 70er Jahre sind die Diskrepanzen der Immobilienbewertungspraxis in Europa bekannt. Dies führte 1977 zur Gründung des Interessenverbandes TEGOVOFA (The European Group of Valuers of Fixed Assets). Der Verband umfasst Vertreter der Immobilienberufe aus allen Mitgliedsstaaten der EU und darüber hinaus assoziierte Mitglieder aus anderen europäischen Ländern.

Am 11. Mai 1997 schloss sich die TEGOVOFA mit der 1992 gegründeten Schwesterorganisation EU-ROVAL zur TEGoVA zusammen. Der aus dem Zusammenschluss entstandene Verband wurde nach belgischem Recht registriert und darf sich als internationaler Verband bezeichnen. Die TEGoVA ist derzeit der einzige europäische Dachverband für die in der Bewertung von Immobilien, Zubehör, Einbauten und Ausrüstung tätigen Sachverständigen.<sup>320</sup> Sie vertritt heute die Interessen von 38 Mitgliedsverbänden aus 27 Ländern, vornehmlich aus der Europäischen Union mit ca. 500.000 Sachverständigen. Weitere elf Mitgliedstaaten aus dem mittel- und osteuropäischen Raum haben einen Beobachterstatus.

Das primäre Ziel ist die Schaffung und Verbreitung einheitlicher Standards für die Bewertungspraxis, für die Ausbildung und Qualifikation sowie für das Feld Corporate Governance bzw. Ethik der Gutachter. Die TEGoVA begleitet europäische Gesetzgebungsprozesse im Rahmen von bewertungsrelevanten Sachverhalten und unterstützt ihre

<sup>318</sup> Vgl. Dorchester, Interview

<sup>319</sup> Vgl. Schulte, IAS/IFRS Immobilienbewertung und -rechnungslegung, S. 10.

<sup>320</sup> Vgl. Leopoldsberger/Thomas/Naubereit, Immobilienbewertung, S. 523.

Mitgliedsverbände in den Ländern der Europäischen Union sowie in den aufstrebenden Märkten in Mittel- und Osteuropa bei der Einführung und Umsetzung der erarbeiteten Standards.<sup>321</sup>

Zur Aufgabenerfüllung dienen der TEGoVA die Organe Generalversammlung, Vorstand und Facharbeitsgruppen. Ihr zentrales Entscheidungsgremium ist die zweimal jährlich stattfindende Generalversammlung, in der alle ordentlichen Mitglieder inklusive der Beobachter vertreten sind. Sie legt die Leitlinien der TEGoVA-Politik fest und entscheidet über die Vorlagen aus den Facharbeitsgruppen. Kontinuierliche Aufgaben werden durch einen achtköpfigen Vorstand wahrgenommen.<sup>322</sup>

### 3.4.1.2 Tätigkeit

Die Richtlinien der TEGoVA werden seit 1985 als European Valuation Standards (Blue Book bzw. EVS) veröffentlicht. Ihr Hauptziel ist die Harmonisierung der Bewertungspraxis in der Europäischen Union und weiteren Mitgliedsstaaten der TEGoVA. Die aktuelle Fassung ist als fünfte Auflage im Jahr 2003 veröffentlicht worden. Die EVS sind ausgelegt, die Bewertung aller Formen von Immobilien, Anlagen und Maschinen, Geschäftsbewertungen und die Bewertung immaterieller Vermögenswerte zu umfassen.<sup>323</sup>

Der Zweck der EVS 2003 wird unter 1.08 wie folgt angegeben:

Sachverständigen in der Anfertigung stimmiger Gutachten zur Vorlage ihrer Auftraggeber durch klare Richtlinien zu unterstützen; Förderung der Konsistenz durch die Verwendung standardisierter Wertdefinitionen und Bewertungsansätze; Bewertungsadressaten das Nachvollziehen der verwendeten Fachbegriffe und Definitionen zu erleichtern, so dass sie besser in der Lage sind, die Bewertung, die nach ihren Anweisungen erstellt wurden, zu verwenden; einen Qualitätsmaßstab zu gewährleisten in Bezug auf die Validierung anerkannter Qualifikationen und „best practice“ als Referenz für Bewertungsgutachter; eine akkurate Grundlage für die ökonomische Analyse der effizienten Nutzung von begrenzten Boden- und Gebäuderessourcen zu bieten; Sachverständigen sowohl eine kundenorientierte als auch eine aufgabenorientierte Herangehensweise an Bewertung einzuprägen; das Bewusstsein für die Rolle des Sachverständigen zu erhöhen; Prozeduren

<sup>321</sup> Vgl. TEGoVA, TEGoVA im Kurzportrait.

<sup>322</sup> Vgl. TEGoVA, TEGoVA im Kurzportrait.

<sup>323</sup> Vgl. TEGoVA, European Valuation Standards 2003, 1.09.

zu institutionalisieren, die geeignet sind zu klar ausgestellten, akkurateen, eindeutigen Wertgutachten, die mit nationaler und supranationaler Gesetzgebung sowie Wertermittlungs- und Rechnungslegungsstandards konsistent sind, zu führen; im Anlagebereich Prozeduren einzusetzen, die geeignet sind, die Konsistenz von Bewertungen für die Erstellung von Wertentwicklungsindizes; und die Kohärenz in nationalen Regulierungen und Empfehlungen für „best practice“ zu fördern.

Aus der umfangreichen Zielsetzung und den weit gespannten Bewertungsobjektarten lassen sich die mit dem Anliegen verbundenen Schwierigkeiten ablesen. An dieser Stelle setzt auch die Kritik an den EVS an. So wird dem Blue Book vorgeworfen, es enthalte „nur allgemein gültige Ausführungen zur Bilanzbewertung“ und der allgemeinen Kritik könne mit der in der aktuellen Auflage enthaltenen „kurzischen Wiedergabe der Wertermittlung in einer Reihe von Ländern“<sup>324</sup> nicht entgegen getreten werden. Des Weiteren werden von vielen Sachverständigen der geringe Bekanntheitsgrad und die fehlende Ausgereiftheit moniert.<sup>325</sup> Dies lässt sich darauf zurückführen, dass das Blue Book „entgegen dem Wortlaut seines Titels und der im Vorwort herausgestellten Zielsetzung keinerlei materielle Bewertungsstandards insbesondere methodischer Art und somit auch keine ‚europäischen‘ oder gar von irgendeiner Stelle ‚anerkannten‘ Standards enthält.“<sup>326</sup> Es handelt sich vielmehr um eine Zusammenstellung materieller Wertdefinitionen sowie eine Anthologie verschiedener europäischer Wertermittlungsansätze.<sup>327</sup>

Die Schwächen beruhen auf der Notwendigkeit, verschiedene, teils gegensätzliche Auffassungen der an der Wertermittlung interessierten Verbände in Europa zu integrieren. Auch versuchen Bewertungadressaten, wie z.B. Hypothekenbanken, hauseigene Strategien und Ansichten im Bereich der Grundstückswertermittlung zum eigenen Vorteil einzubringen, ungeachtet der Frage, ob sie mit den allgemein herrschenden Ansichten übereinstimmen.<sup>328</sup>

Es lässt sich festhalten, dass die EVS sich noch in der Entwicklung befinden und für eine praktische Anwendung gegenwärtig noch nicht eignen.<sup>329</sup> Die weitere Entwicklung der EVS hängt vom Ausgleich der Interessen innerhalb der TEGoVA durch die Vertreter der beteiligten Verbände ab. Hierbei ist die Harmonisierungsbestrebung der Gefahr durch Partikularinteressen ausgesetzt. Für eine europäische Harmonisierungsbestrebung stellen

<sup>324</sup> Kleiber, Was sind eigentlich die sog. Internationalen Bewertungsverfahren?, S. 193.

<sup>325</sup> Vgl. Schumann, EUROPEAN VALUATION STANDARDS, S. 17.

<sup>326</sup> Vgl. Kleiber, Die "europäischen Bewertungsstandards" des Blauen Buchs, S. 322.

<sup>327</sup> Vgl. Kleiber, Die "europäischen Bewertungsstandards" des Blauen Buchs, S. 325–327.

<sup>328</sup> Vgl. Schulz-Kleeßen, Bericht aus Dublin: TEGoVA-Vollversammlung, S. 161.

<sup>329</sup> Vgl. Vogel, "Blue Book" ausgereift und anwendbar?, S. 369f.

sich auch die Fragen nach dem Verhältnis zu globalen Harmonisierungsversuchen und die Notwendigkeit eines separaten europäischen Ansatzes.<sup>330</sup> Fraglich ist ferner, inwieweit die von der TEGoVA initiierte Zertifizierung „Approved by TEGoVA“<sup>331</sup> effektiv zur Harmonisierung beitragen kann oder ob dabei eher finanzielle Interessen im Vordergrund stehen.

Die EVS teilen sich inhaltlich in neun Standards, 14 Richtlinien und acht Anhänge auf.

Die Standards umfassen:

Standard 1	Compliance Issues
Standard 2	The Qualified Valuer
Standard 3	Conditions of Engagement
Standard 4	Bases of Valuation
Standard 5	Valuations for the Purpose of Financial Reporting
Standard 6	Valuations for Bank Security Purposes and in Relation to the Issue of Asset and/or Mortgage Backed Securities
Standard 7	Estimates, Forecasts and Other Appraisals
Standard 8	Valuations for Investment – Insurance Companies, Property Unit Trusts, and Pension Funds, Etc
Standard 9	Valuation Reporting

**Tabelle 6: Standards der EVS 2003**

Quelle: TEGoVA, European Valuation Standards 2003

Um dem breiten Geltungsbereich Rechnung zu tragen, sind die Standards abstrakt formuliert. Aus deutscher Perspektive auffällig ist der bewusste Verzicht auf eine explizite Einbeziehung der Methodologie.<sup>332</sup> Dies erfolgt mit der Begründung, dass sie sich im Zeitablauf ändern kann, um den Entwicklungen des Marktes gerecht zu werden. Daher werden Angaben diesbezüglich sehr allgemein gehalten.<sup>333</sup> Hier stellt sich zwangsläufig die Frage der Zweckmäßigkeit einer eingeschränkten Harmonisierung.<sup>334</sup> Aus pragmatischer Sicht muss jedoch anerkannt werden, dass eine Harmonisierung der Wertdefinitionen und weiterer Aspekte der Immobilienbewertung bereits einen sinnvollen Schritt darstellt und eine zukünftige Einbeziehung der Methodologie nicht ausgeschlossen sein muss. Die gesetzliche Festlegung der Methodologie, wie es in Deutschland gegeben ist, stellt sich im internationalen Vergleich nicht als Regelfall heraus.<sup>335</sup>

<sup>330</sup> Vgl. Baumunk, Interview und Kleiber, Interview.

<sup>331</sup> Vgl. TEGoVA, Certification.

<sup>332</sup> Vgl. Horn, Der europäische Sachverständigenverband TEGoVA, S. 458.

<sup>333</sup> Vgl. TEGoVA, European Valuation Standards 2003, S4.32.

<sup>334</sup> Vgl. Kleiber, Interview.

<sup>335</sup> Vgl. Dorchester, Interview; vgl. Hök, Immobilienwertermittlung auf europäischer Rechtsgrundlage - ein neues Wertermittlungsrecht im Werden?, S. 65–74.

Die Standards des Blue Book werden ergänzt durch 14 Richtlinien, die sich mit der Konkretisierung und Anwendung der Standards beschäftigen. Dieser vom Umfang deutlich größere Teil des Blue Book erfasst insbesondere Sonderfälle der Bewertung wie z.B. Umweltbelastung, Marktschocks, Sonderimmobilien, Immobilien in der Entwicklung, Agrarimmobilien und historische Immobilien. Des Weiteren werden Geschäftsbewertungen, Wertermittlungen immaterieller Vermögen, Bewertungen für Immobilienindizes, grenzübergreifende Bewertungen und mehr behandelt. Der praktische Bezug erlaubt eine konkretere Formulierung der Richtlinien und gibt dem Sachverständigen somit eine bessere Orientierung in der Anwendung.

Das Blue Book wird durch acht Anhänge komplettiert, die die Bereiche Bewertungsmethodologie, Zertifizierung, die Prüfung fremder Wertgutachten, Corporate Governance, Beispielgutachterverträge, Maßrichtlinien und ein Glossar sowie eine Liste der TEGoVA Mitglieder umfassen. Von Interesse ist insbesondere der Anhang zur Bewertungsmethodologie, der einen schematischen Überblick über verwendbare Methoden gibt. Obwohl hier eine Konkretisierung der Methoden stattfindet, handelt es sich doch nur um nicht verbindliche Vorschläge. Es liegt im Ermessen des Sachverständigen, darauf zurückzugreifen.<sup>336</sup>

### 3.4.2 IVSC

#### 3.4.2.1 Organisation

Das International Valuation Standards Committee wurde 1981 gegründet. Es zählt zu den Non-Government-Organizations (NGOs) und ist als solches Mitglied der Vereinten Nationen. Das IVSC arbeitet in Kooperation mit den Mitgliedstaaten der Vereinten Nationen und Organisationen wie der Weltbank, der OECD, der International Federation of Accountants, dem International Accounting Standards Board und Bewertungsverbänden in der ganzen Welt, um Bewertungsstandards zu harmonisieren sowie deren Übereinstimmung und Verständnis zu fördern. Der Hauptsitz des IVSC liegt in London, während die operationale Hauptgeschäftsstelle sich in der Regel im Büro des IVSC-Vorsitzenden befindet. Ein neuer Chairman wird im Dreijahresrhythmus gewählt.<sup>337</sup>

Die primäre Zielsetzung des IVSC ist – im öffentlichen Interesse – die Formulierung und Veröffentlichung von Wertermittlungsstandards und Verfahrensrichtlinien zur Bewertung von Vermögenswerten zu Rechnungslegungszwecken sowie die Förderung deren weltweiter Akzeptanz und Beachtung. Daneben bemüht sich das IVSC um die Harmonisie-

<sup>336</sup> Vgl. TEGoVA, European Valuation Standards 2003, S. 301–303.

<sup>337</sup> Vgl. IVSC, International Valuation Standards Committee.

rung der Standards aller Staaten und die Offenlegung von Unterschieden in Standardvorgaben und/oder der Anwendung von Standards, wo sie auftreten. Es ist ein besonderes Anliegen des IVSC, dass internationale Wertermittlungsstandards sowohl für die internationale Rechnungslegung als auch für andere Berichterstattungsstandards anerkannt werden sowie dass Sachverständige erkennen, was von ihnen unter den Standards anderer professioneller Disziplinen gefordert wird.<sup>338</sup>

Die Mitgliedschaft im IVSC findet durch nationale Bewertungsverbände und Institutionen statt, die ihren jeweiligen Staat vertreten. Diese Berufsverbände müssen Ziele im Rahmen der Wertermittlung von Vermögenswerten verfolgen und eine ausreichende Anzahl Mitglieder vorweisen, die in der Lage sind, solche Wertermittlungen durchzuführen.

Mitglieder sind verpflichtet, die Standards und Richtlinien des Komitees zu unterstützen und sich für deren Anerkennung in ihrem respektiven Mitgliedsstaat nach bestem Ermessen einzusetzen. Weiterhin sind Mitglieder angehalten, alle signifikanten Abweichungen zwischen nationalen und internationalen Standards offen zu legen, damit sie der internationalen Gemeinschaft mitgeteilt werden können. Sachverständige sind verpflichtet, sich legal zu verhalten und die Gesetze und Rechtsvorschriften ihres Tätigkeitsfelds zu befolgen.

Weiterhin wird von Mitgliedern erwartet, mit Kontroll- und Aufsichtsbehörden sowie anderen Berufsverbänden sowohl statutarisch als auch freiwillig zusammenzuarbeiten, um sicherzustellen, dass Wertermittlungen den Standards und Richtlinien des IVSC entsprechen. Darüber hinaus fällt Mitgliedern eine ausbildende und beratende Rolle im Bereich der Standards für Bewertungen von Vermögenswerten in ihren Staaten zu.

### 3.4.2.2 Tätigkeit

Der Austausch mit dem International Accounting Standards Board, der International Federation of Accountants, der International Organization of Security Commissions und dem Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht ist für die Aktivitäten des IVSC besonders wichtig. Weitere Ziele des IVSC sind daher, Beratung und Ratschläge für den Wirtschaftsprüfungsbereich bezüglich der Bewertung von Vermögenswerten zur Verfügung zu stellen sowie die Koordination von Standards und Arbeitsprogrammen im öffentlichen Interesse verwandter Berufsbereiche. Darüber hinaus wird die Kooperation mit diesen und anderen internationalen Verbänden in der Festlegung und öffentlichen Verbreitung neuer Standards angestrebt. Diese Ziele sollen durch direkte Zusammenarbeit mit und durch Partizipation in anderen internationalen Organisationen wie z.B. den Vereinten

---

<sup>338</sup> Vgl. IVSC, Committee Purpose.

Nationen erreicht werden. Dem IVSC wurde im Mai 1985 der Beratungsstatus für den Economic and Social Council der Vereinten Nationen verliehen.<sup>339</sup>

Das IVSC betrachtet die International Valuation Standards und die mit ihnen verbundene Diskussion als zurzeit besten Konsens der 50 beteiligten Nationen. Gleichzeitig wird anerkannt, dass sie dem Wandel unterliegen, auch wenn dieser nur graduell und schwer wahrnehmbar stattfindet. Als Standards sollen sie fundamentale Definitionen und Richtlinien der Wertermittlung für eine dynamische Umwelt bieten. Notwendige und angezeigte Änderungen sind dem Komitee für internationale Beratung und Beschluss mitzuteilen.<sup>340</sup>

Die im Jahr 2005 erschienene 7. Auflage der International Valuation Standards (White Book) beinhaltet drei Standards (IVS 1–3) und zwei International Valuation Applications (IVA 1 u. 2). Als Meilenstein muss IVS 1 – Market Value Basis of Valuation – gewertet werden. Hiermit wurde eine global einheitliche Marktwertdefinition geschaffen, die durch die erfolgreiche Zusammenarbeit mit der TEGoVA auch in den EVS Einzug hielt. Weitere Bedeutung kommt der verabschiedeten Definition durch die Adaption des Market Value durch die RICS zugunsten des Open Market Value in der 5. Auflage des Red Book zu.<sup>341</sup> Aus Gründen der Einfachheit wird der Market Value daher in Punkt 4.2.2.1 im Rahmen der britischen Immobilienbewertung behandelt.

IVS 2 – Valuation Bases Other Than Market Value – gibt einen Überblick weiterer anerkannter Wertdefinitionen, denen der Market Value – soweit anwendbar – jedoch stets vorzuziehen ist. Hierzu zählen unter anderem:

- Value in Use
- Investment Value (USA) / Worth (UK)
- Going Concern Value
- Insurable Value
- Assessed Value (USA) / Rateable Value (UK)
- Salvage Value
- Liquidation /Forced Sale Value
- Special Value
- Mortgage Lending Value

Es handelt sich bei IVS 2 um keine erschöpfende Auflistung. Weiterhin sind die Wertbegriffe nicht mit der Genauigkeit des Market Value definiert. Es obliegt somit dem Sachverständigen bei Verwendung dieser Wertbegriffe eine für den Anwendungsfall adäquate

---

<sup>339</sup> „Roster status“ im Original. Vgl. Vereinte Nationen, ECOSOC Resolution 1996/31, Abs. 24.

<sup>340</sup> Vgl. IVSC, Committee Purpose.

<sup>341</sup> Vgl. Leopoldsberger/Thomas/Naubereit, Immobilienbewertung, S. 498.

Präzisierung vorzunehmen und jegliche Verwechslungsgefahr mit dem Market Value auszuschließen.<sup>342</sup>

IVS 3 – Valuation Reporting – beschäftigt sich mit der für die Bewertungspraxis äußerst relevanten Erstellung von Gutachten. Zu den zentralen Anforderungen des Standards zählen:<sup>343</sup>

- genaue und nachvollziehbare Zusammenfassung der Ergebnisse
- klare Ausweisung des Bewertungsadressaten, -objekts und -auftrags
- deutliche Angabe der verwendeten Wertdefinition
- Beschreibung des Umfangs der Wertermittlung
- Offenlegung aller Annahmen und Einschränkungen
- Auflistung der verwendeten Daten und deren Herkunft
- Klausel, die eine Veröffentlichung des Gutachtens ohne Erlaubnis des Sachverständigen unterbindet
- Ausweis eines Compliance Statement, das die Erstellung des Gutachtens in Übereinstimmung mit den IVS bestätigt

Es ist beachtenswert, dass nach IVS 3 neben schriftlichen auch mündliche Gutachten vorgesehen sind, vorausgesetzt es werden bei mündlichen Gutachten zumindest Arbeitsunterlagen vorgehalten und es wird eine schriftliche Zusammenfassung nachgereicht.

Wie den Zielen des IVSC entnommen werden kann, kommt der Zusammenarbeit mit dem IASB eine zentrale Bedeutung zu. Dies dokumentiert auch den großen Impetus der internationalen Rechnungslegung für die Harmonisierung der Immobilienbewertung, wie sich auch an den Reaktionen des IVSC auf die Aktivitäten des IASB zeigt.<sup>344</sup> Dabei sollte gerade an der Schnittstelle von IAS und IVS die Frage gestellt werden, von welcher Seite die Kompetenz in Bewertungsfragen ausgeht und wem somit die Initiative zufallen sollte.<sup>345</sup>

In diesem Kontext ist IVA 1 – Valuation for Financial Reporting – zu sehen, der die bewertungsrelevanten Aspekte von IAS 16 aufgreift. Hierfür wird das Verhältnis der Begriffe Fair

---

<sup>342</sup> Vgl. IVSC, International Valuation Standards, S. 97f.

<sup>343</sup> Vgl. IVSC, International Valuation Standards, S. 105f.

<sup>344</sup> Vgl. International Valuation Standards Committee, New Valuation Basis Proposed in Response to Revised International Accounting Standards, S. 1; vgl. Schulte, IAS/IFRS Immobilienbewertung und -rechnungslegung, S. 11.

<sup>345</sup> Vgl. Dorchester, Interview

Value und Market Value behandelt. Auch wenn eine theoretische Unterscheidung der Begriffe getroffen werden kann hält IVA 1 fest, dass ein nach den Standards des IVSC ermittelter Market Value den Anforderungen des Fair Value nach IAS 16 und IAS 40 gerecht wird.<sup>346</sup>

IVA 2 – Valuation for Lending Purposes – behandelt die Beleihungswertermittlung. In der angloamerikanischen Wertermittlungstradition wird für Beleihungszwecke die Ermittlung des Market Value bevorzugt. IVA 2 hebt dies hervor. Er behandelt aber auch die Fälle, in denen Vorschriften oder Gesetzgebung eine gesonderte Beleihungswertmittlung vorsehen.<sup>347</sup>

Das White Book umfasst weiterhin 14 Guidance Notes, von denen sich neun mit der Bewertung spezifischer Immobilientypen beschäftigen. Zwei der Guidance Notes behandeln Bewertungsmethodologien: Depreciated Replacement Cost (im Rahmen der Rechnungslegung) und Discounted Cashflow. Die restlichen Guidance Notes haben nur indirekten Immobilienbezug.

### 3.4.2.3 Restrukturierung

Seit Anfang 2007 plant das IVSC unter Führung der Governance Group des Komitees seine Restrukturierung. Hintergrund für diese Entwicklung ist die Gewährleistung der Relevanz und Zukunftsfähigkeit der Organisation in einer dynamischen globalisierten Wirtschaftswelt.<sup>348</sup> Hierfür werden drei Ziele festgelegt (in der Reihenfolge ihrer Priorität):

- Die Etablierung von unabhängigen, multi-disziplinären, globalen Bewertungsstandards.
- Die Erstellung von Lehrmaterialen für diese Standards.
- Die Erstellung eines Akkreditierungslehrplans für Sachverständige.<sup>349</sup>

Diese Agenda geht mit einer Abkehr vom traditionellen Immobilienfokus des IVSC einher. Zukünftig sollen auch die Bewertung von Verbindlichkeiten sowie die Wertermittlung von Geschäfts- und Privatvermögen zum Kompetenzbereich der Organisation zählen.<sup>350</sup>

---

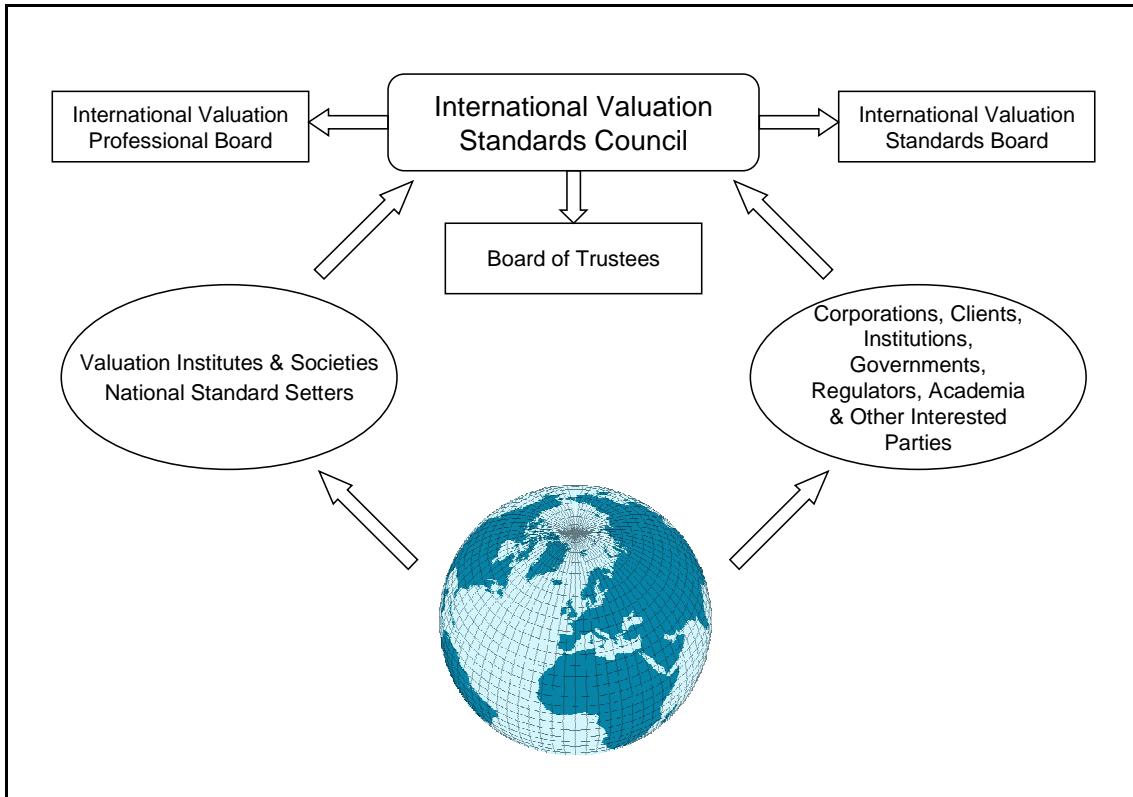
<sup>346</sup> Vgl. IVSC, International Valuation Standards, S. 121f.

<sup>347</sup> Vgl. IVSC, International Valuation Standards, S. 144.

<sup>348</sup> Vgl. IVSC, Proposal for the Restructuring of the IVSC, S. 2–4.

<sup>349</sup> Vgl. IVSC, Proposal for the Restructuring of the IVSC, S. 8.

<sup>350</sup> Vgl. IVSC, Proposal for the Restructuring of the IVSC, S. 9.



**Abbildung 15: Neue Struktur des IVSC**

Quelle: IVSC, *Proposal for the Restructuring of the IVSC*, S. 23.

Zur Umsetzung dieser Ziele wurde eine umfassende Restrukturierung der Organisation des IVSC vorgeschlagen. Zu den zentralen Veränderungen zählen:<sup>351</sup>

- Die Umwandlung des IVSC Standards Board in ein unabhängiges Gremium mit dem neuen Namen „International Valuation Standards Board“ (IVSB), dessen Aufgabe die Formulierung neuer Standards ist.
- Umbenennung und Neuorganisation der Aufsichts- und Betriebsstruktur des IVSC. Das IVSC-Akronym wird in „International Valuation Standards Council“ geändert, um das erweiterte Aufgabenfeld der Organisation zu reflektieren.
- Der International Valuation Standards Council bleibt eine Mitgliedsorganisation, jedoch werden die Aufnahmekriterien über die bisherigen nationalen Sachverständigenverbände hinaus erweitert. Es soll zukünftig zwei Mitgliedsgruppen geben: einerseits Mitglieder des Sachverständigenwesens (einschließlich der bisherigen Mitglieder, jedoch nicht beschränkt auf diese), andererseits Nutzer sowie Betroffene von Bewertungsdienstleistungen und Wertermittlungsstandards.
- Die Reorganisation des Management Board, das in Board of Trustees umbenannt wird, um ihm eine effektive Aufsichtsfunktion einzuräumen. Zu den Aufgaben des Boards

<sup>351</sup> Vgl. IVSC, *Proposal for the Restructuring of the IVSC*, S. 8–10.

zählen die direkte und indirekte Formulierung und Umsetzung von strategischen Aufgaben des IVSC zwischen den jährlichen Generalversammlungen. Weiterhin liegt die primäre Aufgabe des Boards in der Sicherstellung der finanziellen Handlungsfähigkeit der Organisation.

- Die Schaffung eines International Valuation Professional Board, das für die Beratung des Board of Trustees in Fragen der Ausbildung und Qualifizierung von Sachverständigen verantwortlich ist.

Die Restrukturierung soll durch eine neue Satzung auf der Generalversammlung im Herbst 2007 verabschiedet werden. Abbildung 15 zeigt die neue Struktur.

### 3.5 Zusammenfassung

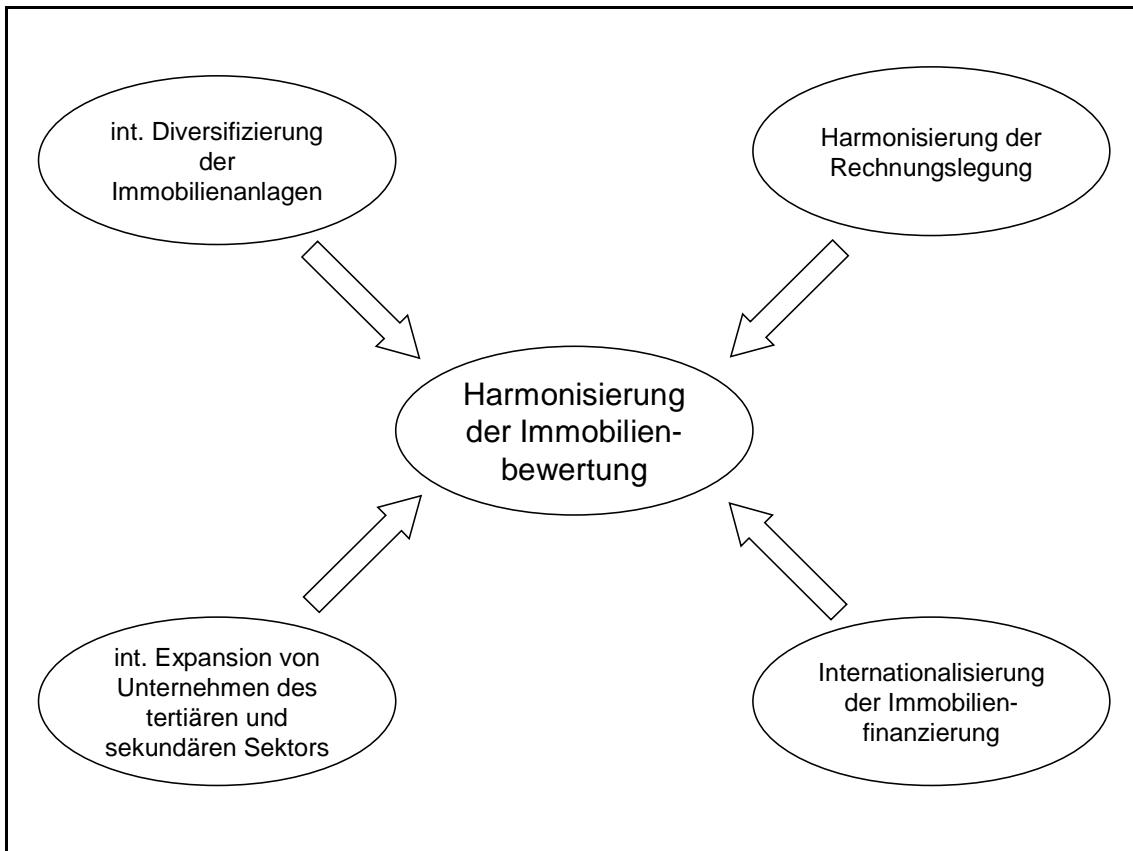
Das Erfordernis einer harmonisierten Immobilienbewertung wird sowohl in der Praxis als auch in der Fachliteratur auf breiter Front bestätigt. Jedoch werden in der Literatur typischerweise nur Teilespekte der Thematik behandelt. Da eine Vielzahl von teilweise interdependenten Faktoren Einfluss auf den Harmonisierungsprozess ausüben, ist eine umfassende Betrachtung erforderlich. Die Notwendigkeit für eine Harmonisierung sollte – insbesondere im Rahmen einer wirtschaftswissenschaftlichen Abhandlung – aus ökonomischer Sicht gestützt werden. Unter diesem Gesichtspunkt muss im ersten Schritt die makroökonomische Relevanz der Immobilienbewertung und ihrer Standards im internationalen Kontext begründet werden.

Der internationale Kontext ist durch die kontinuierlich zunehmende wirtschaftliche Globalisierung gegeben. Es kann gezeigt werden, dass dieser Prozess auch den Immobiliensektor erfasst hat und internationale Transaktionen mit Immobilienbezug nicht die Ausnahme sondern die Regel geworden sind. Im nächsten Schritt muss nun nachgewiesen werden, dass harmonisierte Standards diesen Prozess unterstützen können bzw. uneinheitliche Standards einen negativen ökonomischen Einfluss haben können. Letzteres lässt sich drastisch an den Zusammenhängen zwischen internationalen Finanzkrisen und Immobilienmärkten aufzeigen, wie eine Studie von HILBERS/LEI/ZACHO belegt.<sup>352</sup> Harmonisierte Immobilienbewertungsstandards können bedeutend zur internationalen Bewertungstransparenz und -validität beitragen, trotz abweichender nationaler Rahmenbedingungen.

Neben der makroökonomischen Relevanz sind auch die mikroökonomischen Faktoren einer Harmonisierung zu berücksichtigen. Hierbei wurden die Interessen der Bewer-

<sup>352</sup> Vgl. Hilbers/Lei/Zacho, Real Estate Market Developments and Financial Sector Soundness, S. 28–34.

tungsadressaten – unterteilt in Kategorien – und der Sachverständigen einbezogen. Es zeigt sich, dass zwar die Interessen – insbesondere unter institutionellen Aspekten – voneinander abweichen können, jedoch eine durchgehende Antizipation der Harmonisierung gegeben ist. Die Relevanz der Thematik wird auch durch die bereits bestehenden Harmonisierungsbestrebungen, die durch das IVSC und die TEGoVA repräsentiert werden, belegt.



**Abbildung 16: Treibende Faktoren der Harmonisierung**

Quelle: Eigene Darstellung

Die Rahmenbedingungen der Harmonisierung werden im Anschluss in vier Kategorien gegliedert. Für die Kategorien werden die ökonomischen Hintergründe und Zusammenhänge getrennt dargelegt. Hieraus ergeben sich die vier treibenden Faktoren der Harmonisierung der Immobilienbewertung, die in Abbildung 16 dargestellt sind.

Nachdem die Rahmenbedingungen der Harmonisierung in der Immobilienbewertung dargelegt wurden, ist eine detaillierte Auseinandersetzung mit den bestehenden Bewertungsphilosophien notwendig. Hierdurch wird die Ausgangssituation für die Harmonisierung definiert und es können potentielle Schnittstellen sowie Differenzen festgehalten werden.

## 4 Die wichtigsten Bewertungsphilosophien

Immobilienbewertung ist nur eingeschränkt national gebunden,<sup>353</sup> wie das Beispiel der britischen Immobilienbewertung zeigt, die weltweit – vornehmlich im ehemaligen Commonwealth – Anwendung findet. Die Immobilienwertermittlung hat eine Vielzahl an Komponenten zu denen Bewertungsstandards, Sachverständigenwesen, Markt gepflogenheiten und Bewertungspraxis zählen. Daher kann GILBERTSON mit Recht fragen, ob es sich bei der Immobilienbewertung um eine Kunst oder eine Wissenschaft handelt.<sup>354</sup> Bei der international vergleichenden Betrachtung sollen deshalb die Aspekte jenseits der reinen Bewertungsarithmetik miteinbezogen werden, deren korrekte Würdigung und Anwendung auch die eigentliche Leistung des Sachverständigen darstellt.<sup>355</sup> Deshalb ist es treffend für diesen Zweck, die Begriffe Bewertungskultur oder Bewertungsphilosophie zu verwenden und die ganzheitliche Betrachtung hervorzuheben.

In diesem Kapitel soll das für eine Harmonisierung der relevanten Bewertungsphilosophien notwendige Wissen vermittelt werden. Eine harmonisierte Immobilienbewertung muss mehr umfassen als Wertdefinitionen und Methoden, weshalb ein detaillierter Einblick in den Kontext der Wertermittlung gegeben wird.

### 4.1 Auswahlkriterien

Am Anfang des Wunsches nach einer Harmonisierung steht die Frage nach deren Geltungsbereich bzw. Umfang. Diese Frage ist eng verknüpft mit den treibenden Faktoren der Harmonisierung auf der einen und deren praktischen Grenzen auf der anderen Seite. Als Hilfe bei der Bestimmung des Harmonisierungshorizonts erscheint es sinnvoll, historische Entwicklungen in der Angleichung der Immobilienwertermittlung zu berücksichtigen, da sie Hinweise auf die Bereiche mit besonders hohem Harmonisierungspotential und -bedarf geben können.

Die ersten Annäherungen in der internationalen Immobilienbewertung fanden auf europäischer Ebene statt. Bereits seit Ende der 70er Jahre werden die Diskrepanzen in der Immobilienwertermittlung in Europa thematisiert.<sup>356</sup> Diese Entwicklung erscheint vor dem Hintergrund der allgemeinen europäischen Annäherung natürlich und reflektiert die wirtschaftliche und politische Integration der Mitgliedstaaten.

---

<sup>353</sup> Die detaillierte gesetzliche Regelung und folglich nationale Bindung der deutschen Wertermittlung ist nicht die Regel.

<sup>354</sup> Vgl. Gilbertson, Appraisal or Valuation: An Art or a Science, S. 86–88.

<sup>355</sup> Vgl. Kleiber, Interview

<sup>356</sup> Vgl. S. 69.

In den Jahren 1978–1979 entstand ein Dialog zwischen kleineren Gruppen in den USA und Großbritannien – möglicherweise auch als Reaktion auf die europäische Initiative.<sup>357</sup> Auch hier lässt sich die Annäherung auf die enge wirtschaftliche Verflechtung der Wirtschaften und die traditionelle Verknüpfung der Staaten zurückführen. Dies findet im überproportionalen Anteil amerikanischer Direktinvestitionen in Großbritannien und vice versa seinen Ausdruck.<sup>358</sup> Für die Annäherung zwischen den USA und Großbritannien standen unter anderem die gleiche Sprache und die hohe Professionalisierung der Branchen. Die gemeinsame Sprache entpuppte sich jedoch stellenweise als größeres Hemmnis denn als Stütze, denn es zeigte sich rasch, dass die gemeinsame Sprache nicht die unterschiedliche Terminologie ausgleichen konnte, sondern sogar Missverständnisse geradezu provozierte.<sup>359</sup>

Eine harmonisierte Wertermittlung kommt vor allem dort in Frage, wo die bereits diskutierten treibenden Faktoren ihre stärkste Ausprägung erfahren; dies gilt auch für die pan-europäische und die angloamerikanischen Initiativen. Beiden Harmonisierungsbestrebungen sind die wirtschaftlichen Verflechtungen, die ursächlich mit den treibenden Harmonisierungsfaktoren verbunden sind, gemein. Aufgrund der bereits vorliegenden Initiativen und des eminenten Potentials, bilden Großbritannien und die USA gute Ausgangspunkte für eine Harmonisierung der Wertermittlung. Zudem dienen diese Bewertungsschulen als Orientierung für viele weitere Wirtschaftsräume.<sup>360</sup> Als weiterer relevanter Markt und aufgrund der detaillierten Bewertungsrichtlinien stellt Deutschland den dritten Eckpfeiler des Harmonisierungshorizonts dar.<sup>361</sup> Bei der Vorstellung und Betrachtung der Bewertungsphilosophien werden die weiteren Merkmale, die für eine Auswahl sprechen, hervorgehoben.

---

<sup>357</sup> Vgl. Dorchester/Vella, Valuation and the Appraisal Institute in a Global Economy, S. 79.

<sup>358</sup> Vgl. Dorchester/Vella, Valuation and the Appraisal Institute in a Global Economy, S. 74.

<sup>359</sup> Vgl. Vella, Interview.

<sup>360</sup> Vgl. Trifonov, The Practice of Appraisal in Transition Economies, S. 132–134; vgl. Ryškar/Drozen, The Real Estate Profession in the Czech Republic, S. 353; vgl. dosSantosReis et al., The practice of real estate valuation in Portugal, S. 200–203; vgl. Gümbel, Bei der Immobilien-Bewertung schaut China nach Deutschland, S. 177; vgl. Hirota, New Trends in the Japanese Real Estate Appraisal Industry, S. 405–411; vgl. Juarez, Kazakh Appraisers Learn Our System, S. 373; vgl. Kaganova, Appraising Undeveloped Land in Russian Cities, S. 241; vgl. Layne, The State of Valuation in Thailand, S. 254–259; vgl. Li, Applying the DCF Model in China's Transitional Market, S. 74f; vgl. Qu, Grundstückswertermittlung in der VR China, S. 287–291; vgl. Tse, Real Estate Values in China, S. 21–27; vgl. Wong, The Evolution of Land Valuation in China, S. 1–5.

<sup>361</sup> Vgl. Kleiber, Was sind eigentlich die sog. Internationalen Bewertungsverfahren?, S. 207; vgl. Simon, Interview.

## 4.2 Der britische Ansatz

### 4.2.1 Übersicht

Großbritannien kann auf eine lange Historie in der Immobilienbewertung zurückblicken, die auf eine frühe Abschaffung des Feudalismus und Entwicklung ausgereifter Bodeneigentumsrechte zurückzuführen ist.<sup>362</sup> Durch die immer noch engen politischen und wirtschaftlichen Verbindungen der Staaten des Commonwealth erfährt die britische Bewertungsphilosophie eine große internationale Verbreitung.<sup>363</sup> Die Übertragbarkeit ist insbesondere aufgrund der an das britische Vorbild angelehnten Rechtssysteme und entsprechende Eigentumsrechte gewährleistet.

Der maßgebliche Berufsverband für die Immobilienbewertung ist die Royal Institution of Chartered Surveyors.<sup>364</sup> Die RICS wurde im Jahr 1868 als Institution of Surveyors in London gegründet. Im Jahr 1881 wurde die Royal Charta erteilt.<sup>365</sup> Die RICS umfasst insgesamt 16 Fakultäten:

- Antiques & Fine Art
- Building Services
- Commercial Property
- Construction
- Dispute Resolution
- Environment
- Facilities Management
- Geomatics
- Management Consulting
- Minerals & Waste Management
- Planning & Development
- Project Management
- Residential Property
- Rural
- Valuation
- Plant & Machinery

Zurzeit ist die RICS in 120 Ländern vertreten und hat ca. 110.000 Mitglieder. Die Mitgliedschaft ist nicht auf britische Praktizierende beschränkt. Es gibt – ähnlich wie in Deutschland – keine Zulassungsvoraussetzungen, um als Sachverständiger in Großbritannien tätig zu werden. Mit Ausnahme von Beleihungswertermittlungen und Wertermittlungen bestimmter Vermögensgegenstände, für die ein bestellter Sachverständiger oder Mitglied der RICS vorgesehen sind, kann somit jeder als Sachverständiger tätig

<sup>362</sup> Vgl. Morgan, The Natural History of Professionalisation and its Relevance to Valuation Methodology and Practice in the United Kingdom and Germany, S. 393.

<sup>363</sup> Vgl. Simon, Interview sowie Baumunk, Interview.

<sup>364</sup> Vgl. Morgan, The natural history of professionalisation and its effects on valuation theory and practice in the UK and Germany, S. 191.

<sup>365</sup> Vgl. Royal Institution of Chartered Surveyors, History of RICS.

werden. In der Praxis wird jedoch der Großteil der Bewertungen von Chartered Surveyors vorgenommen.<sup>366</sup>

In Großbritannien bestehen keine den deutschen Vorschriften entsprechenden Vorgaben für die Wertermittlung von Grundstücken, was sich auf die britische Tradition des Case Law zurückführen lässt. Die Entwicklung und Etablierung von Bewertungsstandards in der Praxis erfolgt durch die Berufsverbände.<sup>367</sup> Zu diesem Zweck gibt die RICS das „Appraisal and Valuation Manual“ oder auch („Red Book“) heraus, das mittlerweile in der 5. Auflage erschienen ist. Das Red Book enthält eine Vielzahl von Bewertungsvorschriften, die als „practice statements“ bezeichnet werden. Darüber hinaus finden sich dort Anhänge zu den Practice Statements sowie erläuternde „guidance notes“, die in ihrer Funktion den deutschen Wertermittlungsrichtlinien nahe kommen. Da es sich nicht um gesetzlich festgelegte Richtlinien handelt, ist die Einhaltung der Vorgaben des Red Book nur für Mitglieder der RICS verbindlich, die jedoch bei gegebenen Anlass von ihnen abweichen können. Dies steht bei genauer Betrachtung in keinem Gegensatz zur deutschen Wertermittlung, die grundsätzlich auch für jedes geeignete Verfahren geöffnet ist, sofern sich die Notwendigkeit ergibt.<sup>368</sup>

Das Red Book definiert klar, bei welchen Anlässen die Vorschriften der RICS zur Anwendung kommen. Hierzu zählen unter anderem:<sup>369</sup>

- Bilanzierung von Grundstücken
- Bewertung des Immobilienvermögens von Pensionsfonds
- Bewertung von Immobilien im Rahmen der Kreditvergabe

Die Entwicklung des Red Book nahm ihren Ursprung in den Rezessionen der 1970er Jahre. Zu dieser Zeit erfuhr die Bewertungsbranche substantielle Kritik. Die RICS reagierte mit der Gründung eines Forschungsprogramms zu Bewertungsmethoden und der Erstellung der „guidance notes“, die im ersten Red Book kulminierten.

---

<sup>366</sup> Vgl. Mackmin, The United Kingdom, S. 27.

<sup>367</sup> Vgl. Thomas, Income Approach versus Ertragswertverfahren (Teil 1), S. 36.

<sup>368</sup> Vgl. Kleiber, Was sind eigentlich die sog. Internationalen Bewertungsverfahren?, S. 197; vgl. o.V., The value of standards, S. 104f.

<sup>369</sup> Vgl. Leopoldsberger/Thomas/Naubereit, Immobilienbewertung, S. 498.

## 4.2.2 Wertbegriffe

### 4.2.2.1 Market Value

Der gebräuchlichste Wertbegriff in der britischen Immobilienbewertung war bis zur 4. Auflage des Red Book der so genannte „Open Market Value“ (OMV). Er ist definiert als der beste Preis, der für ein Grundstück zum Zeitpunkt der Wertermittlung erzielbar ist. Voraussetzung für die Ermittlung des OMV ist zum einen die Existenz einer zum Verkauf bereiten Person („willing seller“) und zum anderen die Einräumung eines angemessenen Zeitraums, in dem Verkaufsverhandlungen stattfinden können.<sup>370</sup>

Im Zuge der Überarbeitung des Red Book wurde in dessen 5. Auflage der OMV zugunsten des an den International Valuation Standards des IVSC (International Valuation Standards Committee) orientierten und auch von der TEGoVA übernommenen „Market Value“ (MV) aufgegeben. Durch die Berücksichtigung von sowohl den EVS als auch der IVS sucht die RICS ihren internationale Anspruch und ihre Bedeutung auszubauen.<sup>371</sup>

Die vom IVSC und der TEGoVA gemeinsam entworfene Definition des Market Value beschreibt den Marktwert wie folgt:

„Der geschätzte Betrag, für welchen ein Immobilienvermögen am Tag der Bewertung zwischen einem verkaufsbereiten Veräußerer und einem kaufbereiten Erwerber nach angemessener Vermarktungsdauer in einer Transaktion im gewöhnlichen Geschäftsverkehr ausgetauscht werden sollte, wobei jede Partei mit Sachkenntnis, Umsicht und ohne Zwang handelt.“<sup>372</sup>

Der Market Value wird dabei als der Wert einer Liegenschaft angesetzt, ohne Kosten eines Kaufs oder Verkaufs zu berücksichtigen oder mit der Transaktion anfallende Steuern einzubeziehen.<sup>373</sup>

Um die Definition des Market Value zu konkretisieren und dem Sachverständigen ein anwendungsnahe Instrument an die Hand zu geben, werden die einzelnen Bestandteile der Definition im Red Book näher skizziert. Dies beginnt mit einer Erläuterung des geschätzten Betrags [„estimated amount“]. Hierbei handelt es sich um den in Geld festge-

<sup>370</sup> Vgl. Mackmin, The United Kingdom, S. 29f.

<sup>371</sup> Vgl. Schulte, IAS/IFRS Immobilienbewertung und -rechnungslegung, S. 10.

<sup>372</sup> Vgl. RICS, Appraisal and Valuation Manual, PS 3.2; Definition im original: „The estimated amount for which a property should exchange on the date of valuation between a willing buyer and a willing seller in an arm's-length transaction after proper marketing wherein the parties had each acted knowledgeably, prudently and without compulsion.“

<sup>373</sup> Vgl. RICS, Appraisal and Valuation Manual, PS 3.3.

stellten Preis, der für eine Liegenschaft im gewöhnlichen Geschäftsverkehr zu zahlen ist. Er wird weiterhin als *wahrscheinlichster* [„most probable“] erzielbarer Preis im gegebenen Markt zum Zeitpunkt der Bewertung qualifiziert. Diese Formulierung berücksichtigt das Interesse des Verkäufers einen möglichst hohen [„best price“] und die Zielsetzung des Käufers einen möglichst geringen [„most advantageous“] Preis zu erzielen. Weiterhin werden besondere Umstände einer Transaktion, wie z.B. atypische Finanzierung, Sale-and-Leaseback-Konstruktionen sowie besondere Zugeständnisse im Rahmen des Vertragsabschlusses bei der Wertfindung ausgeschlossen.<sup>374</sup>

Bemerkenswerter Unterschied zwischen der Definition des Market Value und dem Open Market Value ist der Schritt vom „best price“ zum „estimated price“, was eine deutliche Annäherung zur Definition des deutschen Verkehrswerts darstellt.<sup>375</sup> In der vergleichenden Betrachtung weisen die Definitionen des Verkehrswertes und des Market Value weitere Ähnlichkeiten auf. So sind beide Werte unabhängig von den besonderen Interessen der Käufer bzw. Verkäufer und unter Annahme eines gewöhnlichen Geschäftsverkehrs zu ermitteln.<sup>376</sup>

Die nächste Erläuterung bezieht sich auf den Term „Austausch des Immobilienvermögens“ [„...a property should exchange...“] der Market Value-Definition. Hier wird klar gestellt, dass der Wert eines Immobilienvermögens als geschätzte Summe, nicht als vorbestimmter oder tatsächlicher Verkaufspreis zu verstehen ist. Dabei ist der Preis in diesem Kontext nicht als konkretes Ergebnis einer Transaktion aufzufassen<sup>377</sup> sondern als der fiktive Betrag, zu dem der Markt eine Transaktion erwarten würde, unter Einhaltung aller anderen Merkmale des Market-Value-Begriffs.<sup>378</sup>

Auch die Formulierung „am Tag der Bewertung“ [„...on the date of the valuation...“] bedarf genauerer Betrachtung. Hier wird der zeitliche Bezug der Bewertung etabliert. Die Unwägbarkeiten der Marktentwicklung machen die Festlegung auf einen definierten Zeitpunkt für die Feststellung des Wertes notwendig.<sup>379</sup> Das Red Book betont hierbei, dass der ermittelte Wert die tatsächlichen Marktgegebenheiten zum Bewertungsstichtag reflektiert, nicht zu einem früheren oder späteren Zeitpunkt. Hierbei wird explizit ange-

---

<sup>374</sup> Vgl. RICS, Appraisal and Valuation Manual, PS 3.2.1.

<sup>375</sup> Die neue Phrasierung spiegelt die Einsicht, dass Transaktionspreise aus dem Interessenabgleich zwischen Verkäufer und Käufer entstehen. Somit steht der Erzielung eines „best price“ durch den Verkäufer das Interesse des Käufers an einem möglichst geringen Preis entgegen – wie es in PS 3.2.1 festgehalten wurde. Der Sachverständige wechselt somit von einer verkäuferorientierten Sicht zur Perspektive des neutralen Marktbeobachters.

<sup>376</sup> Vgl. Leopoldsberger/Thomas/Naubereit, Immobilienbewertung, S. 498.

<sup>377</sup> Zum Verhältnis von Preis und Wert vgl. S. 9.

<sup>378</sup> Vgl. RICS, Appraisal and Valuation Manual, PS 3.2.2.

<sup>379</sup> Zu einer genaueren Betrachtung vgl. Petersen, Wie lange dauert ein Bewertungsstichtag?, S. 25f.

nommen, dass Kauf und Vertragsabschluss zeitgleich sowie ohne Änderungen des Preises stattfinden.<sup>380</sup>

Die nächste Ausführung betrifft den kaufbereiten Erwerber [„...between a willing buyer...“], der als hypothetischer, repräsentativer Vertreter der Kaufinteressenten im Markt zu interpretieren ist. Er wird von der RICS als zum Kauf motiviert aber nicht unter Handlungzwang stehend qualifiziert. Weiterhin wird er die Kaufkonditionen den vorliegenden Marktgegebenheiten und -erwartungen anpassen, anstatt sich auf imaginäre oder hypothetische, nicht nachweisbare bzw. vorhersagbare Märkte zu stützen. Hieraus leitet sich die Annahme ab, dass der Käufer keinen über dem Markt liegenden Preis zahlen würde.<sup>381</sup> Der Eigentümer des zu bewertenden Grundstücks wird als Marktteilnehmer des für den potentiellen Erwerber relevanten Markts gezählt.<sup>382</sup>

Dem kaufbereiten Erwerber steht der verkaufsbereite Veräußerer gegenüber. Auch hier postuliert das Red Book einen hypothetischen, repräsentativen Marktteilnehmer, der weder übereifrig ist noch unter Handlungzwang zum Verkauf steht, noch wird er auf einen Abschluss zu Konditionen jenseits des gegenwärtigen Marktniveaus warten. Dabei wird unterstellt, dass der Veräußerer mit dem Ziel agiert, die Liegenschaft zum unter Marktbedingungen bestmöglichen Preis zu platzieren unabhängig davon, wie der Preis ausfällt. Da es sich um einen hypothetischen Eigentümer handelt, werden die faktischen Umstände des Eigentümers nicht berücksichtigt.<sup>383</sup> Die Abstraktion von den tatsächlichen Gegebenheiten auf Verkäufer- und Käuferseite und die Unterstellung hypothetischer Marktteilnehmer entsprechen dem Prinzip der Verobjektivierung des Wertbegriffes.<sup>384</sup>

Die Formulierung „in einer Transaktion im gewöhnlichen Geschäftsverkehr“ [„...in an arm's-length transaction...“] soll sicherstellen, dass zwischen beiden Vertragsparteien keine besonderen Beziehungen bestehen (z.B. Mutter- und Tochtergesellschaften oder Mieter und Vermieter), die zu einer marktuntypischen Preisbestimmung oder überhöhten

---

<sup>380</sup> Vgl. RICS, Appraisal and Valuation Manual, PS 3.2.3.

<sup>381</sup> Die Formulierung in den Erläuterungen des Red Book ist nicht als Annahme, sondern als Postulat phrasiert. Unter sorgfältiger Betrachtung erweist sich dies jedoch als Zirkelschluss, der den Wertbegriff inhaltlich nicht konkretisiert. Daher bietet es sich an, die Formulierung als logische Fortführung und Quintessenz des Vorangegangenen zu interpretieren, insbesondere unter Berücksichtigung der zentralen Bedeutung.

<sup>382</sup> Vgl. RICS, Appraisal and Valuation Manual, PS 3.2.4; Der abschließende Hinweis unter 3.2.4: „A valuer must not make unrealistic Assumptions [...] about market conditions or assume a level of Market Value above that which is reasonably obtainable.“ erscheint eher als Tautologie und lässt sich allenfalls durch die schlechten Erfahrungen mit zu hohen Bewertungen der 90er-Jahre erklären, die im Mallinson Report gipfelten.

<sup>383</sup> Vgl. RICS, Appraisal and Valuation Manual, PS 3.2.5.

<sup>384</sup> Vgl. S. 9.

Abschluss aufgrund besonderer wertbeeinflussender Faktoren [„Special Value“]<sup>385</sup> führen können. Dies wird in der Annahme zusammengefasst, dass die Market Value-Transaktion zwischen bezugslosen und unabhängig agierenden Parteien stattfindet.<sup>386</sup>

Eine weitere Qualifizierung findet durch die Ergänzung „nach angemessener Vermarktdauer“ [„...after proper marketing...“] statt. Hiermit sollen Preisverfälschungen durch unzureichende Präsenz im Markt vermieden werden. Dies umfasst nicht nur einen ausreichenden Vermarktungszeitraum sondern auch eine adäquate Platzierung des Objekts im Markt, um den bestmöglichen Verkaufspreis zu gewähren. Der deutsche Verkehrswert enthält keine ähnliche Qualifizierung. Angesichts des großen Ermessensspielraums und der starken Marktabhängigkeit bezüglich einer als „angemessen“ anzusetzenden Vermarktdauer stellt sich die Frage nach dem Nutzen dieses Bestandteils der Market Value Definition.<sup>387</sup>

Die abschließende Formulierung: „wobei jede Partei mit Sachkenntnis, Umsicht und ohne Zwang handelt“ [„...wherein the parties had each acted knowledgeably, prudently and without compulsion.“] dient zur Verobjektivierung der Wertdefinition. Es wird die Annahme getroffen, dass Veräußerer und Erwerber hinreichend über alle wertrelevanten Eigenschaften der Liegenschaft informiert sind, was die tatsächlichen und potentiellen Nutzungsmöglichkeiten sowie die Lage auf dem Markt zum Bewertungsstichtag einschließt. Weiterhin wird unterstellt, dass alle Beteiligten im eigenen Interesse und umsichtig handeln, um den jeweils für ihre Transaktionsseite besten Preis zu erzielen. Dabei bezieht sich die Umsicht auf die Situation auf dem Markt zum Bewertungsstichtag, nicht auf eine aus dem Rückblick bessere Kenntnis zu einem späteren Zeitpunkt. Beispielhaft heißt, dass der Verkauf einer Liegenschaft zu einem unter dem Marktschnitt liegenden Preis in einem fallenden Markt nicht notwendigerweise die Forderung nach Umsichtigkeit verletzt, da von einem Marktteilnehmer lediglich ein Handeln nach den besten ver-

---

<sup>385</sup> Vgl. IVSC Standard 2, Abs. 3.11, wobei der Rückgriff auf die IVS – wie schon an anderer Stelle – als ein bemerkenswerter Schritt der RICS in Richtung internationaler Angleichung zu werten ist: „*Special Value*. A term relating to an extraordinary element of value over and above *Market Value*. *Special Value* could arise, for example, by the physical, functional, or economic association of a property with some other property such as the adjoining property. It is an increment of value that could be applicable to a particular to a particular owner or a prospective owner or user, of the property rather than to the market at large; that is, *special value* is applicable only to a purchaser with a special interest. *Marriage value*, the value increment resulting from the merger of two or more interests in a property, represents a specific example of *special value*. *Special value* could be associated with elements of *going concern value* and with *investment value*, or *worth*. The Valuer must ensure that the criteria used to value such properties are distinguished from those used to estimate *Market Value*, making clear any special assumptions made.“

<sup>386</sup> Vgl. RICS, Appraisal and Valuation Manual, PS 3.2.6.

<sup>387</sup> Vgl. RICS, Appraisal and Valuation Manual, PS 3.2.7.

fügbaren Marktinformationen erwartet werden kann.<sup>388</sup> Durch das Postulat fachgerechten und zwangsfreien Verhaltens der Transaktionspartner soll ein reproduzier- und kalkulierbares Szenario geschaffen werden, um von subjektiven bzw. individuellen Umständen weitestgehend zu abstrahieren.<sup>389</sup>

Neben dem Wechsel vom Open Market Value zum Market Value sind im Rahmen der 5. Auflage des Red Book folgende Wertbegriffe entfallen:

- Estimated realisation price
- Open market rental value
- Estimated future rental value
- Open market value of plant and machinery
- Estimated realisation price of plant and machinery
- Estimated restricted realisation price of plant and machinery

Mit der Beschränkung auf vier Wertdefinitionen vollzieht die RICS die Annäherung an das International Valuation Standards Committee und die IVS, um ihren internationalen Anspruch zu unterstreichen.<sup>390</sup>

Nach den Vorgaben des Red Book ist ein Sachverständiger angehalten, eine dem Bewertungszweck passende Wertdefinition zu unterlegen.<sup>391</sup> Im Fall, dass die Voraussetzungen des Market Value nicht erfüllt sind, z.B. nicht von kaufbereiten Erwerbern ausgegangen werden kann, ist es vorgesehen, auf andere Wertdefinitionen auszuweichen. Dies ist insbesondere immer dann der Fall, wenn spezialisierte Immobilien mit geringer Marktängigkeit oder schwachen Marktdaten zu bewerten sind.<sup>392</sup>

#### 4.2.2.2 Depreciated Replacement Cost

Als Alternative sieht das Practice Statement 3.3 in Anlehnung an das IVSC und die International Accounting Standards die Depreciated Replacement Cost (DRC) vor. Sie werden wie folgt definiert: „DRC basieren auf einer Schätzung des Marktwerts des Grundstücks bei der gegebenen Nutzung plus den Wiederherstellungskosten der Aufbauten, vermindert um Wertminderungen durch physischen Verfall und alle relevanten Formen von

---

<sup>388</sup> Vgl. RICS, Appraisal and Valuation Manual, PS 3.2.8.

<sup>389</sup> Vgl. RICS, Appraisal and Valuation Manual, PS 3.2.9.

<sup>390</sup> Vgl. French, The RICS appraisal and valuation standards (2003), S. 306.

<sup>391</sup> Vgl. RICS, Appraisal and Valuation Manual, PS 3.1.

<sup>392</sup> Vgl. RICS, Appraisal and Valuation Manual, PS 3.3.

Überalterung sowie Aufwendungen für Instandsetzung.“<sup>393</sup> Hier zeigt sich, dass auch in der britischen Immobilienbewertung eine Trennung von Boden und Aufbauten vorgenommen wird, wie aus der deutschen Bewertung bekannt. Dies beschränkt sich aber auf die sachwertorientierte Wertermittlung, welche diese Vorgehensweise aufgrund der synthetischen Wertfindung offensichtlich erforderlich macht.

Dieser Wertbegriff kommt alternativ zum Market Value zum Einsatz, wenn sich für die zu bewertende Liegenschaft aufgrund ihrer speziellen Eigenschaften keine Markteinschätzung aufbauen lässt. Hierzu zählen typischerweise Kirchen, Rathäuser, Schulen, Polizeistationen und ähnliche Liegenschaften, die öffentliche Leistungen erbringen.<sup>394</sup> Die RICS weist darauf hin, dass Depreciated Replacement Cost lediglich für Sonderimmobilien („Specialised Property“) im Rahmen der Bilanzierung nach den IFRS als alleinige Wertbasis verwendet werden kann. Für andere Zwecke können sie nur als Unterstützung für eine andere Wertbasis hinzugezogen werden.<sup>395</sup> Um den Bewertungsspielraum, der sich aus der synthetischen Ableitung der Depreciated Replacement Cost ergibt, einzuschränken und den Unsicherheiten, die sich aus dem fehlenden Marktbezug ergeben, einzudämmen, enthält das Red Book einen Anhang, der die einzelnen Definitionsbestandteile darlegt.<sup>396</sup>

Der vorsichtige und zurückhaltende Rückgriff auf die Depreciated Replacement Cost lässt sich auf die generelle angelsächsische Präferenz für markt- bzw. transaktionsnahe Bewertungen zurückführen, während in Deutschland die synthetische Wertbestimmung im Rahmen des Sachwertverfahrens noch häufig zur Anwendung kommt.<sup>397</sup>

#### 4.2.2.3 Market Rent

Neben dem Market Value führt die britische Immobilienbewertung auch den Begriff der Market Rent<sup>398</sup> bzw. Mietwert.<sup>399</sup> Die Definition der Market Rent entspricht prinzipiell

---

<sup>393</sup> Definition im original: „DRC is based on an estimate of the Market Value for the existing use of the land, plus the current gross replacement (reproduction) costs of the improvements, less allowances for physical deterioration and all relevant forms of obsolescence and optimization.“

<sup>394</sup> Vgl. Johnson/Davies/Shapiro, Modern Methods of Valuation, S. 18.

<sup>395</sup> Vgl. RICS, Appraisal and Valuation Manual, PS 3.3.

<sup>396</sup> Vgl. RICS, Appraisal and Valuation Manual, Appendix 3.1.

<sup>397</sup> Vgl. White et al., Internationale Bewertungsverfahren für das Investment in Immobilien, S. 155; kritisch hierzu Sommer, Zur Irrationalität des Sachwertverfahrens, S. 215–217 und Zimmermann, Der Pflegefall Sachwertverfahren - geht es ihm nun eigentlich besser?, S. 284 –292.

<sup>398</sup> Market Rent ersetzt den Open Market Rental Value. Der Wechsel findet in Analogie zum Schritt vom Open Market Value zum Market Value statt. Auch hier ist der entscheidende Unterschied in der Formulierung „best rent“ versus „estimated amount“ zu sehen.

dem Market Value mit dem Unterschied, dass der „verkaufsbereite Verkäufer“ und der „kaufbereite Käufer“ durch einen „vertragsbereiten Mieter“ respektive. „vertragsbereiten Vermieter“<sup>400</sup> ersetzt werden und um die Formulierung „angemessene Mietbedingungen“ ergänzt wird. Die Market Rent soll im gleichen konzeptuellen Rahmen wie der Market Value ermittelt werden. Folglich übertragen sich die Annahmen des Market Value auch auf die Market Rent.

Die Charakteristika der Transaktionspartner nach der Definition des Market Value gelten auch für die Market Rent: der Mieter ist somit zum Vertragsabschluss motiviert, jedoch steht er nicht unter Handlungszwang; er vereinbart die Konditionen in Einklang mit den vorliegenden Marktgegebenheiten und -erwartungen, was imaginäre oder hypothetische Märkte, die weder nachvollzogen noch vorhergesagt werden können, ausschließt. Hieraus lässt sich folgern, dass der vertragsbereite Mieter nicht zu über dem Markt liegenden Konditionen abschließen würde.<sup>401</sup>

Ähnliches gilt für den vertragsbereiten Vermieter: er ist weder übereifrig noch zum Abschluss zu beliebigen Konditionen gezwungen, noch wird er auf einen Abschluss zu Konditionen jenseits des gegenwärtigen Marktniveaus warten. Die Zielsetzung auf Vermieterseite lässt sich damit zusammenfassen, das Objekt zu den besten am Markt erzielbaren Konditionen zu vermieten. Der Sachverständige muss von den tatsächlichen Umständen des Vermieters abstrahieren; zum Zweck der Bestimmung der Market Rent wird ein hypothetischer bzw. generischer Vermieter unterstellt.<sup>402</sup>

Bei korrekter Anwendung der Vorgaben ergibt sich ein Indikator für den zu erwartenden Mietzins eines freien oder neu zu vermietenden Objekts. Das Red Book verweist jedoch explizit darauf, dass die Market Rent nicht für Verhandlungen im Rahmen von Mietanpassungsklauseln geeignet ist, da hier die tatsächlichen Definitionen und Annahmen des gültigen Mietvertrages anzuwenden sind.<sup>403</sup>

#### 4.2.2.4 Value of Plant & Machinery

Der Wertbegriff „Value of Plant & Machinery to the Business“, der als Geschäftswert von Anlagen und Maschinen übersetzt werden kann, befasst sich nicht mit Immobilien im

---

<sup>399</sup> Definition im original: „The estimated amount for which a property, or space within a property, should lease (let) on the date of valuation between a willing lessor and a willing lessee on appropriate lease terms in an arm's-length transaction after proper marketing wherein the parties had acted knowledgeably, prudently and without compulsion.“

<sup>400</sup> Respektive „...willing lessor and willing lessee...“, s. Fn. 381.

<sup>401</sup> Vgl. RICS, Appraisal and Valuation Manual, PS 3.2.4.

<sup>402</sup> Vgl. RICS, Appraisal and Valuation Manual, PS 3.2.5.

<sup>403</sup> Vgl. RICS, Appraisal and Valuation Manual, PS 3.4.

engeren Sinne und seine Aufnahme in das Red Book ist wahrscheinlich den breit gefächerteren Fakultäten der RICS geschuldet.<sup>404</sup> Der Wertbegriff „Plant & Machinery“ beschreibt eine monetäre Einschätzung des wirtschaftlichen Werts von Anlagen und Maschinen für einen Betrieb bei einem Eigentumstransfer zum Zeitpunkt der Bewertung unter folgenden Annahmen:<sup>405</sup>

1. Die Anlagen und Maschinen verbleiben in ihrer aktuellen Nutzung im Betrieb.
2. Es liegt ausreichendes Profitabilitätspotential für den Betrieb oder eine dauerhafte Entwicklungsfähigkeit für die Unternehmung vor, sowohl hinsichtlich des Werts des gesamten Anlagevermögens als auch bezüglich der Art der Geschäftstätigkeit.
3. Der Eigentumstransfer wird im Rahmen des gewöhnlichen Geschäftsverkehrs vorgenommen, wobei jede Partei mit Sachkenntnis, Umsicht und ohne Zwang handelt.

Im Kommentar zur Definition erläutert die RICS, dass der Value of Plant & Machinery to the Business in der Regel den Nettowiederherstellungskosten entspricht. Diese werden durch Abschreibung der Bruttowiederherstellungskosten ermittelt, um den finanziellen Restwert der verbleibenden wirtschaftlichen Nutzungsdauer der Anlagen zu berücksichtigen. Aus der Vorgabe einer unterstellten Fortführung des Betriebs bei der Wertermittlung ergibt sich, dass die zu bewertenden Güter in ihrer Gesamtheit zu würdigen sind und somit eventuelle Inkompatibilitäten, Kapazitätsdifferenzen, ineffiziente Konfigurationen und ähnliche Faktoren wertmindernd in die Bewertung einfließen müssen.

Die Wertdefinition von Plant & Machinery kann aufgrund der individuellen Konstellationen, der eingeschränkten Drittverwendbarkeit und hoher Transaktionskosten nur einen begrenzten Marktbezug bieten. Dieses Defizit wird auch im Red Book gewürdigt. Es wird empfohlen, bei der Bewertung möglichst auf marktbezogene Daten zurückzugreifen und die hohen Transaktionskosten zu berücksichtigen.<sup>406</sup> Diese Maßnahmen können jedoch nicht das grundlegende Problem beheben, dass sich in diesem Rahmen – wie auch bei Betreiberimmobilien – stellt. Die zu bewertenden Güter stehen in einem wirtschaftlichen Kontext, aus dem sich ihr ökonomischer Wert ergibt. Zwischen dem Wert des operativen Geschäfts und den zu bewertenden Gütern kann nicht trenngenau unterschieden werden.<sup>407</sup>

---

<sup>404</sup> Vgl. S. 9.

<sup>405</sup> Vgl. RICS, Appraisal and Valuation Manual, PS 3.5.

<sup>406</sup> Vgl. RICS, Appraisal and Valuation Manual, PS 3.5.

<sup>407</sup> Vgl. Phillips, The Appraisal of Real Estate, S. 641.

### 4.2.3 Verfahren der Wertermittlung

Die Appraisal and Valuation Standards der RICS befassen sich nicht mit Bewertungsmethoden. In Großbritannien existieren zudem in der Tradition des Case Law keine gesetzlich verankerten Vorschriften für die Wertermittlung von Liegenschaften, wie es in Deutschland der Fall ist.<sup>408</sup> Es wird die Meinung vertreten, dass die Wahl und die Anwendung der passenden Methoden im Ermessensspielraum des Sachverständigen liegen. Gleichzeitig unterliegen die Verfahren einer kontinuierlichen Entwicklung in ihrer Anwendung.<sup>409</sup>

Gleichwohl haben sich in der britischen Bewertungspraxis fünf grundlegende Verfahren der Wertermittlung etabliert, die im Folgenden vorgestellt werden:<sup>410</sup>

- |                                     |                         |
|-------------------------------------|-------------------------|
| 1. Comparison Method                | – Vergleichswertmethode |
| 2. Income oder Investment Method    | – Ertragswertmethode    |
| 3. Contractor's oder Cost Method    | – Sachwertmethode       |
| 4. Profits Method                   | – Gewinnmethode         |
| 5. Residual oder Development Method | – Residualwertmethode   |

Von den aufgezählten Verfahren decken sich insbesondere die ersten drei mit den grundlegenden Ansatzpunkten der Wertermittlung und finden ihre Entsprechung in der deutschen Wertermittlung.<sup>411</sup>

#### 4.2.3.1 Comparison Method

Die Comparison Method wird alternativ auch als Market Sales Approach oder Direct Value Comparison Method bezeichnet. Aufgrund ihres direkten Marktbezugs ist sie die favorisierte Methode für die Wertermittlung von Immobilien in Großbritannien.<sup>412</sup> Die Hauptanwendungsgebiete der Comparison Method sind:<sup>413</sup>

1. Bewertung

---

<sup>408</sup> Vgl. Leopoldsberger/Thomas/Naubereit, Immobilienbewertung, S. 497.

<sup>409</sup> Vgl. French, The RICS valuation and appraisal standards, S. 495; vgl. Johnson/Davies/Shapiro, Modern Methods of Valuation S. 13.

<sup>410</sup> Vgl. Mackmin, The United Kingdom, S. 33.

<sup>411</sup> Vgl. S. 15.

<sup>412</sup> Vgl. Edge, Interview; vgl. Baum/Mackmin/Nunnington, The Income Approach to Property Valuation, S. 41.

<sup>413</sup> Vgl. White et al., Internationale Bewertungsverfahren für das Investment in Immobilien, S. 85.

2. Marktanalyse
3. Überprüfung anderer Bewertungsergebnisse

Die Comparison Method stellt den simpelsten und direktesten Ansatz in der angelsächsischen Wertermittlung dar. Das Verfahren wurde vor Gericht bestätigt und wird von den Sachverständigen vorbehaltlos angenommen. Lediglich für ein kürzeres Intervall in der Mitte der 1970er Jahre, in denen die Transaktionshäufigkeit zurückging, und in der Rezession der frühen 1990er Jahre geriet der Ansatz unter Kritik. Trotz dieser Kritik stellen Transaktionsbelege das Fundament der meisten Wertermittlungen dar, was auch die Funktion als Informationsquelle für andere Verfahren einschließt.<sup>414</sup> Als Grundlage der Wertfindung wird auf den unmittelbaren Vergleich mit erzielten Preisen vergleichbarer Objekte zurückgegriffen.<sup>415</sup>

Das Verfahren kann in vier Schritte zerlegt werden.<sup>416</sup>

1. Auswahl der Vergleichsobjekte
2. Analyse der Transaktionsdaten der Vergleichsobjekte
3. Anpassung der Verkaufspreise bezüglich Abweichungen von Lage, Zustand, Ausstattung und Marktbewegungen
4. Bestimmung des Market Value der zu bewertenden Liegenschaft

Grundvoraussetzung für die Anwendbarkeit dieses Verfahrens ist die Verfügbarkeit geeigneter Vergleichsobjekte. Mit zunehmenden Abweichungen bei den Vergleichsmerkmalen fällt die Aussagekraft des Ansatzes. Unterschiede können sich beispielsweise aus der Lage des Grundstücks oder dem Zustand der Gebäude ergeben. Die notwendigen Anpassungen reduzieren den unmittelbaren Vergleich zum mittelbaren. Die Zu- bzw. Abschläge, die im Rahmen der Anpassungen vorgenommen werden, liegen zum großen Teil im Ermessensspielraum des Sachverständigen, die Objektivität und der direkte Marktbezug des Verfahrens werden auf diesem Weg kompromittiert.<sup>417</sup>

In den meisten Fällen wird die Bewertung mit Hilfe von Bezugsgrößen vorgenommen.<sup>418</sup> In Abhängigkeit von der Nutzung der Liegenschaft kommen als Bezugseinheit die Gross

---

<sup>414</sup> Vgl. Crosby, United Kingdom, S. 276f.

<sup>415</sup> Vgl. Johnson/Davies/Shapiro, Modern Methods of Valuation, S. 14.

<sup>416</sup> Vgl. Mackmin, The United Kingdom, S. 33.

<sup>417</sup> Vgl. Leopoldsberger/Thomas/Naubereit, Immobilienbewertung, S. 499.

<sup>418</sup> Bei hinreichend übereinstimmenden Vergleichsobjekten (insbesondere bezüglich der Nutzfläche) können Objekte jedoch auch ohne Bezugsgröße bewertet werden. Vgl. Johnson/Davies/Shapiro, Modern Methods of Valuation, S. 41f.

External Area (GEA), Gross Internal Area (GIA) und Net Internal Area (NIA) in Frage. Eine Übersicht gibt Tabelle 7:<sup>419</sup>

Nutzungsart	Bezugseinheit
Offices	Preis pro ft <sup>2</sup> oder m <sup>2</sup> NIA
Industrial and warehouses	Preis pro ft <sup>2</sup> oder m <sup>2</sup> GIA oder NIA
Business use	Preis pro ft <sup>2</sup> oder m <sup>2</sup> NIA
Department or variety stores	Preis pro ft <sup>2</sup> oder m <sup>2</sup> GIA
Food superstores	Preis pro ft <sup>2</sup> oder m <sup>2</sup> GIA
Retail warehouses	Preis pro ft <sup>2</sup> oder m <sup>2</sup> GIA
High street shops	Preis pro ft <sup>2</sup> oder m <sup>2</sup> Zone A NIA <sup>420</sup>

**Tabelle 7: Nutzungsarten und Bezugseinheiten bei der Comparison Method**

Quelle: Crosby, United Kingdom, S. 277

Aus den hohen Anforderungen an die Vergleichsobjekte ergibt sich, dass die Comparison Method bevorzugt bei der Bewertung von Wohnimmobilien zum Einsatz kommt. In Verbindung mit dem Fakt, dass Wohnimmobilientransaktionen den Großteil aller Immobilientransaktionen in Großbritannien ausmachen, erklärt sich die weite Verbreitung dieses Verfahrens.<sup>421</sup>

Für die Bewertung von Wohnimmobilien werden in der Fachliteratur keine dezidierten Anpassungsfaktoren für die Berücksichtigung von Abweichungen bei bewertungsrelevanten Eigenschaften ausgewiesen. Es liegt vielmehr beim Sachverständigen, den schwer quantifizierbaren Werteinfluss unterschiedlicher Ausstattungen und Instandhaltungszustände bei der Wertfindung angemessen zu berücksichtigen.<sup>422</sup>

Ein weiteres Anwendungsgebiet der Comparison Method ist die Bewertung von Bauland, die ansonsten mit der Residual Value Method vorgenommen wird. Unter der Vielzahl von Baulandtypen, die sich aus den jeweiligen Nutzungsmöglichkeiten und den Vorgaben des Baurechts ergeben, bietet sich insbesondere Bauland für Wohnimmobilien für die Wertermittlung mit Hilfe der Comparison Method an. Dies kann vor allem mit der guten Vergleichbarkeit von Bauland für Wohnimmobilien begründet werden. Zu den wertrelevanten Faktoren zählen unter anderem die geplante Wertigkeit der Nutzung (von niedrig

<sup>419</sup> Aufgrund der eingeschränkten Übertragbarkeit in die deutsche Terminologie wurde auf eine Übersetzung verzichtet. Vgl. Crosby, United Kingdom, S. 277.

<sup>420</sup> Um die höhere Attraktivität von Nutzfläche im Frontbereich der Verkaufsfläche zu berücksichtigen, werden Ladenflächen in der Regel in Zonen eingeteilt mit einer Tiefe von ca. sieben Metern. Zone A entspricht dem vordersten Bereich. Vgl. Crosby, United Kingdom, S. 277f.

<sup>421</sup> Vgl. Johnson/Davies/Shapiro, Modern Methods of Valuation, S. 41.

<sup>422</sup> Hierzu zählen z.B. Innenausbau, Zuschnitt, Installation, Heizungstechnik und sanitäre Ausstattung.

bis luxuriös), Beschaffenheit (Gefälle, Drainage etc.), Erschließung und Lage in Bezug zur Infrastruktur. Abweichungen in der Grundstückgröße werden durch die Verwendung einer Bezugsgröße berücksichtigt. Die Wahl der Bezugsgröße erfolgt in Abhängigkeit von der respektiven Aussagekraft im Anwendungsfall und liegt im Ermessen des Sachverständigen. In der Regel bietet sich ein direkter oder indirekter Flächenbezug an, wie z.B. Preis pro m<sup>2</sup>, Parzelle, Einheit oder bewohnbaren Raum.<sup>423</sup>

Bei der Analyse der Vergleichsobjekte kommt der Berücksichtigung der geplanten Bebauungsdichte besondere Bedeutung zu. Sie dient als Indikator für die Wertigkeit der vorgesehenen Bebauung und gibt so Aufschluss über die Zahlungsbereitschaft potentieller Käufer. Gleichzeitig muss jedoch eine hohe Bebauungsdichte nicht zwangsläufig auf einen geringen Preis pro Hektar Bauland hinweisen, da mit steigender Bebauungsdichte mehr bewohnbare und somit ertragbringende Fläche geschaffen wird. Trotz ihrer Eignung für die Wertermittlung von Bauland ist die Comparison Method primär zur Validierung von Ergebnissen der Residual Value Method vorgesehen.<sup>424</sup>

#### 4.2.3.2 Income Method

##### 4.2.3.2.1 Bezugsrahmen

Die Income Method<sup>425</sup> hat von allen Verfahren am meisten Aufmerksamkeit und wissenschaftliche Beachtung in Großbritannien auf sich gezogen. Ihre Bezeichnung ist insofern irreführend, als dass es sich prinzipiell um ein Vergleichsmodell handelt, das die Rendite als Vergleichsgröße einsetzt.<sup>426</sup> Nichtsdestotrotz ist der entscheidende Werttreiber bei diesem Bewertungsansatz der von der Immobilie erwirtschaftete Zahlungsüberschuss, was die Bezeichnung Income Method insofern rechtfertigt.

Ein großer Teil des Immobilienmarkts in Großbritannien wird von Immobilien gestellt, bei denen Eigentum und Nutzung nicht zusammenfallen. Im Gegenzug zur Überlassung einer Immobilie zur Nutzung erhält der Vermieter periodische Zahlungen, im Regelfall Miete. Für den Eigentümer wird die Immobilie zum Investitionsobjekt<sup>427</sup>, bei dem das eingesetzte Kapital zur erwarteten Rendite in Bezug gesetzt wird.<sup>428</sup>

Die essentiellen Bestandteile für die Ermittlung des „Investment Value“ einer Immobilie sind ihre Nettoerträge, die sich aus der eingenommenen Miete abzüglich der beim Ver-

---

<sup>423</sup> Vgl. Johnson/Davies/Shapiro, Modern Methods of Valuation, S. 43.

<sup>424</sup> Vgl. Johnson/Davies/Shapiro, Modern Methods of Valuation, S. 44.

<sup>425</sup> Alternativ auch Investment Method oder Investment Approach.

<sup>426</sup> Vgl. Crosby, United Kingdom, S. 278.

<sup>427</sup> Daher die Bezeichnung Investment Method.

<sup>428</sup> Vgl. Johnson/Davies/Shapiro, Modern Methods of Valuation, S. 14f.

mieter anfallenden Kosten ergeben, sowie ein der Immobilie angemessener Diskontierungszinssatz. In der einfachsten Form findet die Kapitalisierung des Einkommens mittels der simplen Division durch den Diskontierungszinssatz statt.<sup>429</sup> Selbst in dieser grundle-  
gendsten Form sind für die korrekte Anwendung des Verfahrens mehr Informationen notwendig, als auf den ersten Blick zu vermuten wäre, da die Komponenten aggregierte Größen darstellen.<sup>430</sup> Im Folgenden werden die Bestandteile des Verfahrens erläutert.

#### 4.2.3.2.2 Current Rent / Market Rent

Die gegenwärtige Miete (Current Rent) des Bewertungsobjekts (sofern vermietet) bildet den Ausgangspunkt der Wertermittlung und der Bestimmung des „net rental income“. In Großbritannien ist es nicht unüblich, dass alle mit der Immobilie verbundenen Kosten auf den Mieter umgelegt werden. Derartige Mietverträge werden als „full repairing and insuring letting“ bezeichnet. In solchen Fällen entfällt der Zwischenschritt der Deduktion von mit der Vermietung verbundenen Aufwendungen, um zum „net rental income“ zu gelangen.<sup>431</sup>

Alternativ besteht die Möglichkeit, Immobilien auf der Basis einer teilweisen bzw. kompletten Übernahme der Kosten durch den Vermieter zu überlassen. In diesem Fall sind von der Miete die Aufwendungen des Vermieters abzuziehen.<sup>432</sup>

Im Kontext der Income Method wird Miete als „an annual or periodic payment for the use of land or of land and buildings“<sup>433</sup> definiert. Die gegenwärtige Miete muss – unabhängig vom Zeitpunkt des Vertragsabschlusses – weder der gegenwärtigen Lage auf dem Vermietungsmarkt entsprechen noch die Zukunftserwartungen des Marktes reflektieren. Hieraus ergibt sich durch den Wunsch einer objektiven und nachhaltigen Bewertung die Notwendigkeit, die Market Rent<sup>434</sup> der Immobilie zu ermitteln. Hierfür ist eine detaillierte Analyse des relevanten Vermietungsmarktes vorzunehmen.<sup>435</sup> Obwohl für die Durchführung der Bewertung nicht unbedingt notwendig, wird dem britischen Sachverständigen eine Auseinandersetzung mit den ökonomischen Mechanismen des Immobilienmarktes nahe gelegt, um Fluktuationen der Market Rent besser zu verstehen und die Angemes-

<sup>429</sup> Vgl. Baum/Mackmin/Nunnington, The Income Approach to Property Valuation, S. 44f.; vgl. Crosby, United Kingdom, S. 278.

<sup>430</sup> Vgl. Leopoldsberger/Thomas/Naubereit, Immobilienbewertung, S. 499f.

<sup>431</sup> Vgl. Johnson/Davies/Shapiro, Modern Methods of Valuation, S. 45.

<sup>432</sup> Vgl. Baum/Mackmin/Nunnington, The Income Approach to Property Valuation, S. 53.

<sup>433</sup> Johnson/Davies/Shapiro, Modern Methods of Valuation, S. 45

<sup>434</sup> Zur Market Rent vgl. S. 90.

<sup>435</sup> Vgl. Baum/Mackmin/Nunnington, The Income Approach to Property Valuation, S. 48f.

senheit bestehender Mietvereinbarungen sowie Marktpreise zuverlässig einschätzen zu können.<sup>436</sup>

Für diesen Zweck wird der Mietmarkt nach neoklassischem Vorbild als Zusammentreffen von Angebot und Nachfrage modelliert, auf dem sich die Marktmiete im Gleichgewicht von Angebot und Nachfrage einstellt.<sup>437</sup> Als grundlegende Treiber der Nachfrage werden drei Bedürfnisse angeführt:<sup>438</sup>

1. der Bedarf für Wohnraum
2. der Bedarf für Land bzw. Land und Gebäude für industrielle und gewerbliche Nutzung – inklusive der Agrarwirtschaft
3. der Bedarf für Land bzw. Land und Gebäude zur Bereitstellung sozialer Einrichtungen wie Schulen, Krankenhäusern und Sportanlagen

Das allgemeine Wohlstandsniveau wird als vielleicht wichtigster Faktor für die Nachfrage am Markt angesehen. Als Begründung wird die steigende Nachfrage nach Geschäfts- und Gewerbebefläche durch neue und expandierende Unternehmen in Zeiten wirtschaftlichen Aufschwungs angeführt. Diese Entwicklung korrespondiert mit einer wachsenden Kaufkraft, die für neue und verbesserte Wohnflächen zur Verfügung steht. Der Anstieg der Market Rent muss jedoch nicht notwendigerweise mit der Steigerung des allgemeinen Lebensstandards vergleichbar sein. Auch sind nicht alle Immobilienarten von dem Effekt gleich betroffen, und der Einfluss kann in Abhängigkeit von der Region unterschiedlich sein.<sup>439</sup>

Ein weiterer Faktor, der die Nachfrageseite beeinflusst, ist die Entwicklung der Bevölkerungszahlen. Es wird ein Zusammenhang zwischen steigendem Wohlstand und wachsender Bevölkerung unterstellt. Vor dem Hintergrund eines begrenzten Flächenangebots wird angenommen, dass eine Nachfragezunahme aufgrund steigenden Wohlstands und/oder Bevölkerungswachstums zu höheren Marktwerten führen. Das Bevölkerungswachstum steigert in erster Instanz die Nachfrage nach Wohnraum, jedoch werden indirekt viele andere Immobilientypen beeinflusst, für welche die lokale Bevölkerung Bedarf hat. Lokales Bevölkerungswachstum kann auf verschiedene Weise entstehen. Neben einer die Sterberate übersteigenden Geburtenrate, kann auch eine Bevölkerungsmigration in die Region verantwortlich sein. Weiterhin besteht die Möglichkeit saisonaler

<sup>436</sup> Vgl. Johnson/Davies/Shapiro, Modern Methods of Valuation, S. 45f.

<sup>437</sup> Da es sich lediglich um ein Modell zur Verdeutlichung der Marktkräfte handelt, wird bewusst auf die Berücksichtigung der evidenten Unvollkommenheiten des Immobilienmarktes verzichtet.

<sup>438</sup> Vgl. Johnson/Davies/Shapiro, Modern Methods of Valuation, S. 48.

<sup>439</sup> Vgl. Johnson/Davies/Shapiro, Modern Methods of Valuation, S. 48.

Schwankungen der Anwohnerzahlen, wie es z.B. für Urlaubszentren der Fall ist. Der Einfluss von Tourismus auf den lokalen Markt kann äußerst signifikant sein.<sup>440</sup>

Die Flächennachfrage kann sich nicht nur in ihrer Quantität, sondern auch in ihrer Qualität verändern. Eine Erhöhung des Lebensstandards führt demnach nicht nur zu einem Anstieg der Nachfrage, sondern auch zu einer Verschiebung bei den nachgefragten Immobilientypen. Dies zeigt sich anschaulich bei den Anforderungen an die Ausstattung von Wohn- und Büroflächen.<sup>441</sup> Gleichzeitig lassen erhöhte Standards, die sich aus Gesetzgebung oder technischem Fortschritt in Entwurf, Ausführung und Ausstattung von Gebäuden ergeben, viele Objekte obsolet werden, so dass ihre Market Rent sinkt.<sup>442</sup>

Der Nachfrage steht ein natürlich begrenztes Angebot an Land bzw. Fläche gegenüber. Hierbei handelt es sich um das der ricardianischen Grundrenten-Theorie unterliegende Paradigma, das von einem fixen Angebot an Boden ausgeht.<sup>443</sup> Die Annahme muss allerdings aufgeweicht werden, da unter solchen Umständen Mieten ausschließlich durch Veränderungen der Nachfrage determiniert würden. Das Angebot ist nicht statisch, sondern passt sich nur langsam Änderungen in der Nachfrage an; trotz der prinzipiell limitierten Menge an Land besteht stets die Möglichkeit, dessen Nutzung Nachfrageveränderungen anzupassen.

In der Agrarwirtschaft können in Zeiten wirtschaftlichen Aufschwungs und somit wachsender Nachfrage sowie steigender Preise zusätzliche Flächen bewirtschaftet werden, die vorher nicht profitabel waren. Entgegengesetzt lässt sich beobachten, dass in der Rezession Flächen nicht weiter kultiviert werden und zu Brachland verwildern. Dies lässt sich auf Wohn- und Gewerbeimmobilien übertragen. Ein Anstieg der Nachfrage lässt die Bereitstellung zusätzlicher Flächen profitabel werden, bis die Nachfrage befriedigt ist. Voraussetzung für diese Anpassungsprozesse ist das freie Agieren des Marktes. In der britischen Praxis hat sich jedoch gezeigt, dass der Staat in Immobilienmärkte eingreift, mit dem Ziel bestimmte Nutzungsformen zu fördern oder einzuschränken.<sup>444</sup>

Ein weiterer Faktor auf der Angebotsseite ist die zeitliche Verzögerung von Anpassungen, die in einer geringen Elastizität des Flächenangebots resultiert. Dafür gibt es zwei wesentliche Gründe:<sup>445</sup>

---

<sup>440</sup> Vgl. Johnson/Davies/Shapiro, Modern Methods of Valuation, S. 48f.

<sup>441</sup> Vgl. Peto/French/Bowman, Price and worth, S. 88.

<sup>442</sup> Vgl. Johnson/Davies/Shapiro, Modern Methods of Valuation, S. 48.

<sup>443</sup> Vgl. Peto/French/Bowman, Price and worth, S. 81.

<sup>444</sup> Die europäische Agrarpolitik kann hier als anschauliches Exempel dienen. Vgl. Johnson/Davies/Shapiro, Modern Methods of Valuation, S. 51.

<sup>445</sup> Vgl. Johnson/Davies/Shapiro, Modern Methods of Valuation, S. 51–53.

1. Immobilienentwicklung ist ein langfristiger Prozess, zwischen Initiierung und Abschluss des Projekts vergeht ein vergleichsweise langer Zeitraum.
2. Die Nachfrage ist schwer prognostizierbar.

Analog zur Grenznutzentheorie gibt es den Begriff des „marginal land“, der Land bezeichnet, dessen Bewirtschaftung unter gegebenen ökonomischen Rahmenbedingungen nicht profitabel ist. Die Änderung eines Faktors kann jedoch dazu führen, dass eine Gewinnmarge entsteht, die eine Nutzbarmachung der Fläche rentabel werden lässt. Ähnliches gilt für die Bereitstellung von Immobilien. Hier besteht ein direkter Zusammenhang zwischen den Herstellungskosten und dem Marktwert der Immobilien. Sinken die Marktwerte neu erstellter Immobilien unter ihre Herstellungskosten, wird die Neubautätigkeit eingestellt bis das Ungleichgewicht abgebaut wurde. Dies kann entweder durch ein Sinken der Herstellungskosten oder durch einen Anstieg der Nachfrage geschehen. Zudem besteht die Möglichkeit, dass überholte Immobilien durch Abriss aus dem Angebot fallen.<sup>446</sup>

Die Berücksichtigung der vorgestellten Wirkungsprinzipien soll dem britischen Sachverständigen eine informierte Einschätzung des betrachteten Marktes erlauben. Die Analyse des Marktes geht der Betrachtung einzelner Mietabschlüsse notwendigerweise voraus und bietet einen Kontext für deren Bewertung.<sup>447</sup> Hierfür muss die Entwicklung der Werte im relevanten Raum verfolgt und mit dem beschriebenen Instrumentarium substantiiert werden. Die wichtigsten Faktoren für die Einschätzung der Market Rent sind:<sup>448</sup>

1. die für andere Immobilien gezahlten Mieten und
2. die Miete des Bewertungsobjekts (falls gegeben).

In den meisten Fällen wird bei einer Bewertung nach der Investment Method unterstellt, dass die zum Bewertungszeitpunkt ermittelte Market Rent sich im Zeitablauf nicht verändert. Diese Annahme ist vernünftig, da normale Änderungen sowohl auf- als auch abwärts im Diskontierungszinssatz berücksichtigt sind. Die tatsächliche Miete zum Bewertungsstichtag muss mit der gegenwärtigen Market Rent bezüglich Mietdauer, vereinbarten Mietanpassungen und Vertragsklauseln, wie Übernahme von Reparatur- und Versicherungskosten, verglichen werden.<sup>449</sup>

---

<sup>446</sup> Vgl. Johnson/Davies/Shapiro, Modern Methods of Valuation, S. 52f.

<sup>447</sup> Vgl. Baum/Mackmin/Nunnington, The Income Approach to Property Valuation, S. 49.

<sup>448</sup> Vgl. Johnson/Davies/Shapiro, Modern Methods of Valuation, S. 54.

<sup>449</sup> Vgl. Johnson/Davies/Shapiro, Modern Methods of Valuation, S. 54.

Bis 1990 lag die Market Rent von Investment Properties<sup>450</sup> in der Regel über der Vertragsmiete. Hierfür waren die Mietvereinbarungen und die Mietanpassungsmechanismen sowie die allgemeine Marktentwicklung verantwortlich. Dementsprechend liegt der Schwerpunkt bei der Investment Method auf Modellen, die zwischen dem vertraglich vorgesehenen Mietzeitraum und der anschließenden Neuvermietung trennen.<sup>451</sup>

Zukünftige Veränderungen der Market Rent können sich aus dem Alter der Immobilie ergeben. Mit zunehmendem Alter – ohne kompensierende Modernisierungen – sinkt in der Regel die Ertragskraft einer Immobilie. Dieser Umstand wird bei Immobilien im fortgeschrittenen Lebenszyklus durch einen höheren Diskontierungsfaktor berücksichtigt.<sup>452</sup>

Bei vermieteten Immobilien mit einem kürzlich abgeschlossenen Mietvertrag ist die gegenwärtig gezahlte Miete der beste Indikator für die Market Rent. Dennoch sollte der Sachverständige die Miete mit ähnlichen Objekten in der Umgebung überprüfen.<sup>453</sup> Falls keine passenden Objekte in unmittelbarer Nähe vorliegen, ist ein Vergleich mit ähnlichen Objekten in anderen Märkten in übertragbarer Lage empfehlenswert. Die Überprüfung der gezahlten Miete soll ungewöhnliche Umstände ausschließen und somit eine objektive Bewertung gewährleisten. Neben Absprachen im Mietvertrag (wie z.B. Übernahme von Modernisierungskosten durch den Mieter) kann auch ein besonderes Verhältnis von Mieter zu Vermieter (z.B. Verwandtschaft oder verbundene Gesellschaften) zu einem vom Markt abweichenden Mietabschluss führen.<sup>454</sup>

Entspricht die aktuelle Vermietung der Market Rent, wird von einer „rack rented“ Immobilie gesprochen. Unter diesen Umständen kann die Bewertung mit der Ermittlung der Outgoings fortgesetzt werden. Bei einer Market Rent, die über der gegenwärtigen Vermietung liegt, kommt ein zweigeteilter Ansatz zum Tragen. Falls die gegenwärtige Miete über der Market Rent liegt, ergibt sich für den Sachverständigen die Problematik, dass die Mietzahlungen nicht mehr als sicher angesehen werden können. Er muss annehmen, dass der Mieter bei der frühesten Gelegenheit das Mietverhältnis beenden wird. Bei gewerblichen Immobilien muss zudem beachtet werden, dass der Mieter zahlungsunfähig werden kann und der Fläche Leerstand droht. Für den Sachverständigen folgt aus jeder Form von Überschreiten der Market Rent eine steigende Unsicherheit der Immobi-

<sup>450</sup> Immobilien, die zu Investitionszwecken gehalten werden und dementsprechend mit der Investment Method bewertet werden.

<sup>451</sup> Vgl. Crosby, United Kingdom, S. 279.

<sup>452</sup> Vgl. Johnson/Davies/Shapiro, Modern Methods of Valuation, S. 54f.

<sup>453</sup> Vgl. Baum/Mackmin/Nunnington, The Income Approach to Property Valuation, S. 49.

<sup>454</sup> Die Berücksichtigung von Mietanreizen – wie mietfreien Perioden oder Übernahme von Umzugskosten – kann zu erheblichen Abweichungen vom nominalen Mietbetrag führen. Die Berücksichtigung sollte sowohl für die Bewertungsliegenschaft als auch für die Vergleichsobjekte vorgenommen werden.

lienerträge. Der über dem Marktschnitt liegende Teil der Mieterträge wird nicht durch die Immobilie, sondern die Mieterbonität gedeckt. Es liegt im Ermessen des Sachverständigen, in Abhängigkeit von der Bonität des Mieters die Überschüsse in der Bewertung zu berücksichtigen.<sup>455</sup>

Der Vergleich der gegenwärtigen Miete des Bewertungsobjekts mit dem allgemeinen Mietniveau im Bezirk ist ein entscheidender Teil der Investment Method. Der Vergleich ist selbst bei einer auf den ersten Blick adäquaten Vertragsmiete notwendig; bei leer stehenden Liegenschaften oder alten Mietverträgen, die offenkundig unter der Marktmiete liegen, ist er unerlässlich. Ohne eine vorliegende Mietvereinbarung bleibt nur die Analyse tatsächlicher Vermietungen ähnlicher Liegenschaften. Hier spielen die Fähigkeiten und das Urteilsvermögen des Sachverständigen eine wichtige Rolle bei der Bestimmung der Market Rent. Die Problematik für den Sachverständigen liegt in der Einschätzung der Vergleichsmieten bezüglich des Zeitpunkts des Vertragsabschluss sowie der Eigenschaften der Vergleichsobjekte hinsichtlich Alter, Zustand und Lage. Es zeigen sich deutliche Parallelen zur Comparison Method. Mangels direkter Vergleichsobjekte bietet sich der Mietvergleich mittels einer Bezugsgröße an. Miete pro Flächeneinheit ist eine klassische und erprobte Bezugsgröße. Während ein Grossteil der britischen Sachverständigen noch das Imperiale System für Flächengrößen verwendet, befürwortet die RICS mittlerweile die Verwendung metrischer Einheiten.<sup>456</sup>

Einen exemplarischen Überblick über die zu ermittelten Daten gibt Tabelle 8:<sup>457</sup>

<b>The property:</b>	Site measurements  Building measurements:  <i>External, internal, number of floors (in accordance with RICS code of Measurement Practice), elevation, orientation</i>
	Services:  <i>Heating, lighting, air conditioning, lifts, etc.</i>
	Age and design
	Suitability of premises for present use
	Adaptability
	Accessibility to markets, amenities, labour

<sup>455</sup> Ein typisches Beispiel für diese Konstellation sind Sale-and-Leaseback-Geschäfte, bei denen der Veräußerer mit Blick auf eine höhere Bewertung überdurchschnittliche Mieten vereinbart. Vgl. Johnson/Davies/Shapiro, Modern Methods of Valuation, S. 56.

<sup>456</sup> Vgl. Johnson/Davies/Shapiro, Modern Methods of Valuation, S. 57–58.

<sup>457</sup> Vgl. Baum/Mackmin/Nunnington, The Income Approach to Property Valuation, S. 46f.

<b>Legal:</b>	Interest to be valued Freehold or leasehold Details of title restrictions such as: <i>Restrictive Covenants</i> Details of any leases or sub-leases, tenants, rent levels, lease terms
<b>Planning:</b>	Permitted uses
<b>Economic:</b>	General <i>State of economy</i> Regional and local <i>Population structure</i> <i>Average wages</i> <i>Principal employment</i> <i>State of local industry</i> <i>Economic base of area</i> <i>Level of unemployment</i> <i>Town and regional growth prospects</i> <i>Transportation, existing and planned</i> <i>Current planning proposals</i> <i>Building societies, saving banks and general level of investment in the town and region</i> <i>Position of town in regional hierarchy</i>
<b>Market:</b>	Total stock of similar property Comparison of subject property to the stock New stock in course of construction and planned Vacancy rates General level of rents and rates Tenant demand for similar property
<b>Alternative investments:</b>	Other properties Stocks and Shares
<b>Legislation:</b>	Planning control Landlord and tenant control over rents and security of tenure Privity of contract Safety, health and working conditions and controls European Union Directives

Tabelle 8: Datenerhebungsgrundlage für die Market Rent

Quelle: Baum/Mackmin/Nunnington, The Income Approach to Property Valuation, S. 46f

Ein wichtiger Faktor beim Vergleich liegt bei der Flächenbestimmung. Um die Uniformität der Flächenermittlung zu gewährleisten, hat die RICS ursprünglich in Zusammenarbeit mit der Incorporated Society of Valuers and Auctioneers (ISVA) einen Code of Measuring Practice herausgegeben.<sup>458</sup> Das Werk ist mittlerweile in der 2001 erschienenen fünften Auflage verfügbar. Der Code beschreibt die verschiedenen Flächenbestimmungsmethoden und -angaben; weiterhin enthält er Empfehlungen für die Wahl der passenden Methode in Abhängigkeit vom Anwendungszweck. Obwohl die Mitglieder der RICS nicht durch die Rules of Conduct an die Vorgaben des Code gebunden sind, wäre es irrational, ihn nicht zu befolgen, da der Code in der Regel auch Grundlage der Vergleichsdaten anderer Sachverständiger ist und sich ein für den Sachverständigen unnötiger Rechtfertigungsbedarf ergibt.<sup>459</sup>

Während die Vertragsleistung des Mieters in der Regel als periodische Zahlung klar definiert ist, können andere Vertragsbestandteile die Einschätzung des Mietzinses verkomplizieren. Die Übernahme laufender Kosten durch den Mieter wird in der Regel eine Kompensation bei der nominalen Miete mit sich bringen. Bei kurzen Mietanpassungszeiträumen muss im Vergleich zu langfristigen Anpassungsklauseln auch mit einer nominal geringeren Miete gerechnet werden. Eine Einschränkung der Nutzungsmöglichkeiten der Mietfläche muss in der Praxis auch mit einem Mietnachlass ausgeglichen werden. Hieraus wird ersichtlich, dass die gezahlte Miete nur vor dem Hintergrund aller vertraglichen Vereinbarungen aussagekräftig wird. Besonders bei der Herleitung der Market Rent über den Mietvergleich steht der Sachverständige folglich in der Pflicht, neben den nominalen Mieten eventuelle Mietklauseln mit zu berücksichtigen.<sup>460</sup>

#### 4.2.3.2.3 Outgoings

Ein besonderes Unterscheidungsmerkmal von Immobilien zu anderen Anlageformen liegt in der Notwendigkeit fortlaufender Aufwendungen für Instandhaltung, Versicherung und Vermietung. Im Rahmen der Bewertung werden nur die vom Vermieter zu tragenden Aufwendungen berücksichtigt. Ziel des Vermieters bei der Gestaltung von Mietverträgen ist es in der Regel, diese Lasten im Rahmen von „full repairing and insuring leases“<sup>461</sup> weitestgehend auf den Mieter zu übertragen. Für den Sachverständigen ergibt sich so der Vorteil, dass eine Ermittlung der Outgoings entfällt. Aufwendige Schätzungen – wie sie bei der Bestimmung der jährlichen Instandhaltungskosten notwendig wären – erübrigen sich auf diese Weise. Alle beim Vermieter verbleibenden Verpflichtungen

---

<sup>458</sup> Im Jahr 2000 schloss sich die RICS mit der Incorporated Society of Valuers and Auctioneers zusammen.

<sup>459</sup> Vgl. Johnson/Davies/Shapiro, Modern Methods of Valuation, S. 58.

<sup>460</sup> Vgl. Johnson/Davies/Shapiro, Modern Methods of Valuation, S. 58f.

<sup>461</sup> Wird auch als „FRI lease“ bezeichnet.

verringern entsprechend den Investment Value der Immobilie, da bei konstanten Mieteinnahmen von einer inflationsbedingten Kostensteigerung ausgegangen werden muss, welche die Nettoerträge schrumpfen lässt.<sup>462</sup>

Die Kostengruppen lassen sich grob in neun Kategorien unterteilen:<sup>463</sup>

1. Reparaturen
2. Sinking Funds
3. Business Rates, Water Rates und Council Tax  
(Kommunale Geschäftssteuer, Wassergebühren und Gemeindesteuer)
4. Einkommenssteuer
5. Versicherung
6. Management
7. Leerstand
8. Service Charges
  - Reparaturen

Reparaturen sind ein wichtiger Faktor für den Wert einer Immobilie. Einerseits hat der Reparaturzustand deutlichen Einfluss auf den Investment Value einer Liegenschaft, andererseits kann die Belastung durch laufende Reparaturen die Market Rent beeinflussen. Bei der Analyse des Reparaturbedarfs kann unterschieden werden in einerseits den umgehend notwendigen zu erwartenden jährlichen Reparaturaufwand und andererseits in zukünftig potentiell anstehende umfassende Reparatur- und Modernisierungsmaßnahmen. Der Umfang des Reparaturbedarfs wird maßgeblich durch Alter, Art und Bauweise der Immobilie bestimmt.

Die Berücksichtigung von umgehend anstehenden Reparaturen findet in der Regel im letzten Schritt der Bewertung statt. Nachdem der Wert der Liegenschaft im guten Zustand ermittelt wurde, werden im Rahmen der „end allowance“ die geschätzten Kosten der Reparaturen, die notwendig sind, um die Immobilie in den unterstellten Zustand zu bringen, vom Ergebnis abgezogen.<sup>464</sup>

Der Ansatz der jährlichen Reparaturaufwendungen erfolgt in einer Durchschnittsbetrachtung, da sie in der Realität von Jahr zu Jahr variieren werden. Eine mögliche Vorgehens-

<sup>462</sup> Vgl. Leopoldsberger/Thomas/Naubereit, Immobilienbewertung, S. 501.

<sup>463</sup> Eine Übersetzung wurde nur bei exakter Übertragbarkeit vorgenommen.

<sup>464</sup> Vgl. Baum/Mackmin/Nunnington, The Income Approach to Property Valuation, S. 54.

weise liegt dabei in der Analyse der Reparaturhistorie der Immobilie, sofern vorhanden. Alternativ kommt eine auf Erfahrungswerten basierte Schätzung in Frage, die in Form eines Prozentsatzes von der Market Rent ausgedrückt werden kann. Weiterhin kann eine Schätzung auf Basis von Reparaturkostendaten vergleichbarer Gebäude vorgenommen werden, bei der die Werte mit Hilfe von Bezugsgrößen, wie z.B. Nutzfläche, übertragen werden. Bei der Festlegung von Reparaturkosten als Prozentsatz der Market Rent besteht die Gefahr, dass Verzerrungen durch große Unterschiede in der Nominalmiete entstehen; es besteht kein kausaler Zusammenhang von Miethöhe und Reparaturaufwendungen.<sup>465</sup>

Im Rahmen der Bewertung kann es sich als notwendig erweisen, Abschläge für in der Zukunft potentiell anstehende umfangreiche Reparaturen, Instandsetzungen oder sogar Umbauten vorzunehmen. Bei einem langfristigen Planungshorizont bedarf es keiner Berücksichtigung. Stehen die Maßnahmen jedoch innerhalb der nächsten zehn Jahre an, so ist der Barwert der geschätzten Kosten vom Kapitalwert der Immobilie abzuziehen. Bei älteren Immobilien steht der Anteil der Instandsetzungen und Modernisierung im Vordergrund, um den wachsenden Standards von Immobilien Rechnung zu tragen. In der Praxis ist überdies zu beobachten, dass die Entwicklung der Ausstattungsstandards von Immobilien sich zunehmend beschleunigt, weshalb vorausschauend die Kosten hierfür – es handelt sich mehr um kosmetische Maßnahmen als um Reparaturen – tendenziell höher angesetzt werden sollten. Alternativ ist eine Berücksichtigung im Kapitalwert der Immobilie zum Mietvertragsende möglich.<sup>466</sup>

- Sinking Funds

Sinking Funds bezeichnen Rücklagen für den Wertverlust der Immobilie, der nicht durch Reparaturen aufgefangen werden kann, sowie die Kosten einer notwendigen Kernsanierung am Ende ihrer wirtschaftlichen Nutzungsdauer. Es wird die Meinung vertreten, dass Sinking Funds im Regelfall nicht veranschlagt werden müssen, sofern die Immobilie sich nicht am Ende ihrer Nutzungsphase befindet. Die Berücksichtigung der Wertminderung findet in der Praxis im Diskontierungszinssatz statt.<sup>467</sup>

Obwohl Immobilieneinkommen steuerlich entsprechend anderen Einkommensarten nach dem Income and Corporation Taxes Act 1988 behandelt wird, wird die Einkommenssteuer nicht als Outgoing erfasst. Dies lässt sich damit begründen, dass andere Einkommensformen steuerlich vergleichbar behandelt werden. Ausnahmen können sich aus Liegenschaften mit hohem Wertverbrauch ergeben, da die hier zu veranschlagenden

---

<sup>465</sup> Vgl. Johnson/Davies/Shapiro, Modern Methods of Valuation, S. 64f.

<sup>466</sup> Vgl. Johnson/Davies/Shapiro, Modern Methods of Valuation, S. 68.

<sup>467</sup> Vgl. Johnson/Davies/Shapiro, Modern Methods of Valuation, S. 69.

Rücklagen (Sinking Funds) steuerlich nicht anerkannt werden und sich so wertverzerrend auswirken.<sup>468</sup>

- Versicherung

Ein weiterer Kostenfaktor ist die Versicherung der Immobilie. Während in Einzelfällen der Vermieter für die Feuerversicherung der Immobilie aufkommt, wird in der Praxis zunehmend bei langfristigen Mietverträgen die Versicherungsprämie vom Mieter entrichtet oder dem Vermieter erstattet. Bei besonders brandgefährdeten Nutzungsformen, wie z.B. Holzverarbeitung oder Chemiehandel, ist es zudem möglich, dass der Mieter über die Feuerversicherung der gemieteten Immobilie eventuell erhöhte Versicherungsprämien für anliegende Liegenschaften des Vermieters ganz oder teilweise übernimmt.<sup>469</sup> Die Kosten für Feuerversicherung liegen im Vergleich zum Mietwert niedrig, insbesondere für moderne, hochwertige Immobilien. Bei älteren Liegenschaften mit aufwendiger Bauweise – somit hohen Wiederherstellungskosten – kann die Versicherungsprämie sich als signifikant erweisen, besonders in Bezug zur geringeren Ertragskraft älterer Immobilien. Hieraus leitet sich ab, dass die Verwendung von Prozentsätzen auf die Market Rent bei der Bestimmung der Versicherungskosten irreführend sein kann. Es ist daher empfehlenswert, die gegenwärtige Versicherungsprämie festzustellen und die Höhe des Versicherungsschutzes mit den Wiederherstellungskosten abzugleichen. Die Höhe der Prämie bestimmt sich nach dem Wiederherstellungswert, nicht dem Marktwert der Immobilie. Weitere Versicherungskosten können je nach Umstand durch die Versicherung von Aufzügen, Arbeitgeberhaftung, Haftpflichtversicherung und Sozialversicherung entstehen. Die Versicherung von Schaufensterverglasungen wird in der Regel dem Mieter des Ladens übertragen.<sup>470</sup>

- Managementkosten

Managementkosten von Immobilien sollten grundsätzlich in die Bewertung miteinbezogen werden. Auch wenn der Vermieter das Management der Immobilie selbst ausführt sind Opportunitätskosten zu unterstellen. Bei Mietverträgen, die Service Charges vorsehen, ist genau zu prüfen, inwieweit die Managementkosten des Vermieters auf den Mieter übertragen werden können, um eine entsprechende Berücksichtigung bei den Outgoings zu gewährleisten. Die Vereinbarung von Service Charges bedeutet nicht notwendigerweise, dass alle Kosten des Vermieters umgelegt werden können. In Fällen von minimalen Managementkosten, wie sie bei Grundstücksvermietungen oder Full Repairing

---

<sup>468</sup> Vgl. Johnson/Davies/Shapiro, Modern Methods of Valuation, S. 68–70.

<sup>469</sup> Vgl. Johnson/Davies/Shapiro, Modern Methods of Valuation, S. 70f.

<sup>470</sup> Vgl. Baum/Mackmin/Nunnington, The Income Approach to Property Valuation, S. 53.

Leases vorkommen, kann auf die Verrechnung von Managementkosten verzichtet werden.<sup>471</sup>

- Leerstand

Bei einem Überangebot von Fläche in einem lokalen Markt steigt die Wahrscheinlichkeit von Leerstand nach dem Auslaufen von Mietverträgen. Bereits ab einer Leerstandsquote von 5 % kommt es in einer Mehrparteienimmobilie hinreichend häufig zu Leerstand.<sup>472</sup> In solchen Fällen sollte die Market Rent zu Vollvermietung auf das wahrscheinlichste Szenario reduziert werden. Leerstand beeinflusst in der Regel die Betriebskosten der Immobilie nicht, weshalb eine proportionale Anpassung der Outgoings nicht vorgenommen werden sollte. Im Gegenteil kann es angezeigt sein, die Outgoings erhöht anzusetzen, da Leerstandsabgaben anfallen können, Service Charges nicht umlegbar sind und zusätzliche Sicherheitsvorkehrungen getroffen werden müssen.<sup>473</sup>

Im Fall einer an einen einzigen Mieter vermieteten Immobilie ist Leerstand nur zum Ende des laufenden Mietvertrags wahrscheinlich. Wenn dies zu erwarten ist, muss der Mietausfall für den geschätzten Zeitraum bis zur Neuvermietung in der Bewertung berücksichtigt werden. Weiterhin müssen die bereits erwähnten eventuellen Leerstandskosten angesetzt werden. Auch wenn eine anschließende Weitervermietung möglich ist, können Mietausfälle durch im Markt übliche mietfreie Zeiträume entstehen. In diesen Fällen müssen die Outgoings jedoch nicht angepasst werden.<sup>474</sup>

- Service Charges

Bei Mehrparteienimmobilien müssen Aufwendungen für den Außenbereich der Immobilie und gemeinsam genutzte Flächen auf die Mieter umgelegt werden, was mit Hilfe von Service Charges<sup>475</sup> geschieht. Zu den typischen Posten die über Service Charges abgerechnet werden zählen:

- Reparaturen des Bauwerks
- Reparaturen und Instandhaltung gemeinsam genutzter Flächen wie Flure, Treppen, Aufzüge, gemeinsame Toiletten
- Reinigung, Beleuchtung, und Heizung gemeinsam genutzter Flächen

---

<sup>471</sup> Vgl. Johnson/Davies/Shapiro, Modern Methods of Valuation, S. 71f.

<sup>472</sup> Die stochastische Wahrscheinlichkeit bei einer allgemeinen Leerstandquote von 5 %, dass mindestens eine Einheit einer Immobilie mit 10 Vermietungseinheiten leer steht, beträgt ca. 40 %, da  $p = 1 - (0,95)^{10} \approx 0,4013$ .

<sup>473</sup> Vgl. Baum/Mackmin/Nunnington, The Income Approach to Property Valuation, S. 55.

<sup>474</sup> Vgl. Baum/Mackmin/Nunnington, The Income Approach to Property Valuation, S. 55; vgl. Johnson/Davies/Shapiro, Modern Methods of Valuation, S. 72.

<sup>475</sup> Im Sinn von Leistungsverrechnung.

- Personalkosten für Empfang, Hausmeister, Wartungspersonal und Sicherheitsdienst
- Versicherung
- Verwaltungskosten

Über diese allgemeinen Posten hinaus können Service Charges zudem einmalige Aufwendungen für den Ersatz von Anlagen umfassen, wie z.B. der Ersatz von Aufzügen oder Heizungsinstallationen. Zielsetzung für Service Charges ist eine möglichst gleichmäßige Verteilung über das gesamte Jahr, wobei die Service Charges so angesetzt werden sollten, dass nach Abdeckung der periodischen Aufwendungen ein Überschuss für außerordentliche Kosten wie Reparatur oder Austausch von Anlagen verbleibt.<sup>476</sup>

Für die Umlage stehen verschiedene Ansätze zur Verfügung. Hierzu zählen Umlage nach anteiliger Fläche oder anteiligem Einheitswert. In Fällen, in denen Mieter besondere Vorteile aus den Leistungen der Service Charges gegenüber anderen erhalten, müssen Anpassungen vorgenommen werden.<sup>477</sup>

#### 4.2.3.2.4 Yield

Die Investment Method ist eine indirekte Form des Vergleichs. Verglichen wird die Ertragskraft einer Investition, weshalb alle Ertrag bringenden Anlageformen für diesen Ansatz zugänglich sind. Gleichzeitig spiegelt dieser Bewertungsansatz die Dispositionsmöglichkeiten des Investors wider. Immobilien stehen im Wettbewerb mit anderen Anlageformen. Der Vergleich erfolgt über die geforderte Rendite des Investors, die Yield. Während für Investitionszwecke die (risikoadjustierte) Zielrendite als Entscheidungsgrundlage dient, wird für die Bewertung die Yield vergleichbarer Immobilienanlagen zugrunde gelegt. Hierfür kommen Versicherungen, Baugesellschaften, Wertpapiere und Aktien in Frage. Obwohl die Prinzipien der Verzinsungsanforderungen bei allen Anlageformen identisch sind, müssen die besonderen Eigenschaften von Immobilien berücksichtigt werden.

Zunächst stellt sich die Frage des Managements. Während der Investor bei Wertpapieranlagen ohne weiteren Aufwand regelmäßige Zahlungen erhält, benötigen die meisten Immobilieninvestitionen aktives Management. Neben den Kosten für Management entsteht zudem Aufwand für Rechtsberatung und Immobiliensachverständige bei Ausei-

---

<sup>476</sup> Diese Überschüsse werden auch als sinking fund oder reserve funds bezeichnet.

<sup>477</sup> Der Mieter einer Ladenfläche im Frontbereich einer Büroimmobilie kann nur schwer zur Übernahme von Aufwendungen im Innenbereich der Immobilie verpflichtet werden, den er nicht in Anspruch nimmt. Vgl. Johnson/Davies/Shapiro, Modern Methods of Valuation, S. 73f.

nandersetzungen mit Miatern über verschiedene Aspekte der Immobilie. Diese zusätzlichen Kosten müssen in der Yield kompensiert werden.<sup>478</sup>

Die zweite Besonderheit von Immobilien liegt in der Liquidität und den Transaktionskosten. Anteile an börsennotierten Gesellschaften können börsentäglich zu äußerst geringen Transaktionskosten gehandelt werden. Eine Transaktion von Immobilien ist in der Regel ein langwieriger Prozess und geht mit höheren Transaktionskosten – vornehmlich Anwalts- und Maklergebühren sowie Grunderwerbsteuer – einher.

Die letzte erwähnenswerte Besonderheit in der angelsächsischen Betrachtung ist die immobilienspezifische Gesetzgebung. Obwohl die meisten Formen von Investment direkt oder indirekt durch Gesetzgebung beeinflusst werden, sind Immobilienanlagen oft deutlich stärker betroffen. Beispielhaft können die Rents Acts, die die Miethöhe für bestimmte Wohnimmobilienkategorien vorgeben, und die Town and Country Planning Acts, die die Nutzungsmöglichkeiten von Liegenschaften entscheidend beschränken, genannt werden.

In Abhängigkeit vom Eigentumsrecht an einer Immobilie können sich für deren Bewertung unterschiedliche Yields ergeben. Die Yield wird zudem maßgeblich durch Lage, Alter und Zustand der Immobilie beeinflusst.<sup>479</sup>

Bei der Investment Method kommt vornehmlich die „All Risks Yield“ (ARY) zum Einsatz. Er wird für gewöhnlich auf Basis einer Analyse der Renditen vergleichbarer, zeitnaher Immobilientransaktionen ermittelt. Dieser Ansatz birgt die Problematik der Vergleichbarkeit der Transaktionen, hinter denen sich unterschiedliche Mietvereinbarungen, Nebenkostenumlagen oder Bonitätsrisiken verbergen können. Jeder dieser Faktoren kann die Rendite der Vergleichstransaktionen beeinflussen und so die Übertragbarkeit einschränken. Als Alternative bietet sich die Ableitung die ARY von der Verzinsung festverzinslicher Wertpapiere an. Für die Anwendung auf Immobilien müssen Anpassungen für das größere Risiko und die geringere Liquidität vorgenommen werden, jedoch müssen auch das erwartete Kapitalwachstum und Mietanpassungen berücksichtigt werden. Die Fülle schwer quantifizierbarer Adjustierungen macht diese Vorgehensweise in der Regel unpraktikabel.<sup>480</sup>

Die ARY wird ergänzt durch eine Reihe weiter Yield-Typen, deren Bezeichnungen sich aufgrund fehlender Standardisierung teilweise überschneiden respektive Redundanzen

---

<sup>478</sup> Vgl. Johnson/Davies/Shapiro, Modern Methods of Valuation, S. 83.

<sup>479</sup> Vgl. Johnson/Davies/Shapiro, Modern Methods of Valuation, S. 84.

<sup>480</sup> Vgl. Leopoldsberger/Thomas/Naubereit, Immobilienbewertung, S. 502.

aufweisen und somit zu Verwirrung führen können.<sup>481</sup> Eine einfache Form ist die „Initial Yield“<sup>482</sup>. Sie entspricht der statischen Anfangsrendite einer Immobilieninvestition und bestimmt sich aus dem Verhältnis der Nettoerträge aus dem ersten Jahr und dem Kaufpreis. Ist die Immobilie zur Market Rent vermietet, entspricht die Initial Yield der ARY.<sup>483</sup>

Die „Current Yield“ stellt im Gegensatz zur Initial Yield die aktuelle Rendite zum Zeitpunkt der Bewertung dar. Sie wird anhand der Division der gegenwärtigen Nettoerträge durch den Kaufpreis ermittelt.<sup>484</sup>

„Prime Yield“ ist der Begriff für die Current Yield einer voll vermieteten Immobilie makellosen Zustands in bester Lage mit hervorragender Mieterbonität. Diese wird auch als „prime property“ bezeichnet. Die Prime Yield kann als Benchmark für andere Yields dienen.

Die Initial Yield kann ihre Aussagekraft als Vergleichsbasis verlieren, wenn sie für nicht voll vermietete Liegenschaften erhoben wird. In solchen Fällen ist es angebracht, die „reversionary yield“<sup>485</sup> in Betracht zu ziehen. Anstatt des Nettoertrags zu Beginn der Vertragslaufzeit wird das „reversionary income“ – der nach Ablauf der Mietvertragslaufzeit zu erwartende Nettoertrag – zugrunde gelegt.<sup>486</sup>

Die Internal Rate of Return (IRR), die auch als „discounted cash flow yield“ bezeichnet wird, repräsentiert den Zinssatz, bei dem die Summe der diskontierten Nettoerträge der Investitionsausgabe für die Liegenschaft entspricht (äquivalent dem internen Zinsfuß). Das antizipierte Wachstum der Mieten kann bei diesem Ansatz auf zwei Arten berücksichtigt werden. Wird das Wachstum der Market Rent explizit in den prognostizierten Nettoerträgen berücksichtigt, spricht man von der „equated yield“. Bein einer impliziten Berücksichtigung liegt die „equivalent yield“ vor.<sup>487</sup>

Der Zinssatz, der bei einer DCF-Analyse zu Abzinsung der Zahlungsströme zum Einsatz kommt, wird in der angelsächsischen Bewertung als „target rate of return“ oder „criterion rate“ bezeichnet. Er leitet sich ab aus den Opportunitätskosten<sup>488</sup>, die sich aus den

---

<sup>481</sup> Vgl. o.V., Yields and rates of interest, S. 117.

<sup>482</sup> Alternative Bezeichnungen sind „flat yield“ und „running yield“.

<sup>483</sup> Vgl. Baum/Mackmin/Nunnington, The Income Approach to Property Valuation, S. 145; vgl. Leopoldsberger/Thomas/Naubereit, Immobilienbewertung, S. 502.

<sup>484</sup> Vgl. Leopoldsberger/Thomas/Naubereit, Immobilienbewertung, S. 503.

<sup>485</sup> Alternativ auch als „Yield on Reversion“ bezeichnet.

<sup>486</sup> Vgl. o.V., Yields and rates of interest, S. 118.

<sup>487</sup> Vgl. Leopoldsberger/Thomas/Naubereit, Immobilienbewertung, S. 503.

<sup>488</sup> Englisch: „opportunity cost“.

entgangen Vorteilen einer alternativen Investition ergeben. Sie dienen als Ausgangspunkt für die DCF-Analyse.<sup>489</sup>

Die britischen Bewertungsverfahren der Investment Method lassen sich grundsätzlich in zwei Kategorien unterteilen: Growth Implicit Models und Growth Explicit Models.

#### 4.2.3.2.5 Growth Implicit Models

Aufgrund der marktüblichen Mietvertragsstrukturen und den Mietanpassungsmechanismen in Großbritannien wurden bis 1990 die meisten „investment properties“ zu Mieten unterhalb der Market Rent vermietet. Diese Liegenschaften werden als „reversionary properties“ bezeichnet, im Gegensatz zu „rack-rented“ Liegenschaften, die zur Market Rent vermietet sind. Für die Wertermittlung von „reversionary properties“ haben sich drei Varianten des Rent/Yield-Modells in der Praxis bewährt: Term and Reversion, Layer/Hardcore<sup>490</sup> und Equivalent Yield.

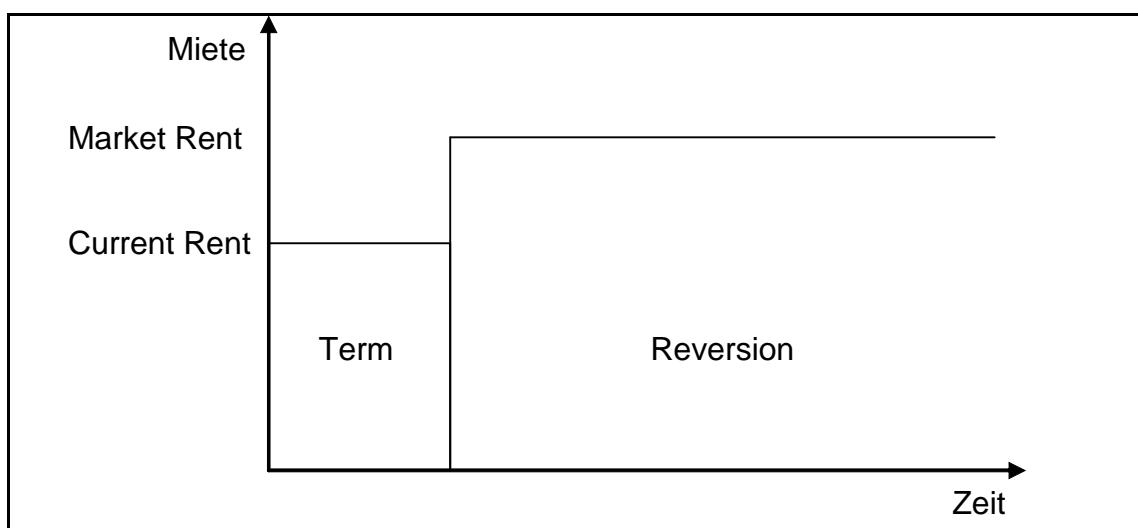


Abbildung 17: Term and Reversion Model

Bei allen drei Modellen handelt es sich um verwandte Abwandlungen desselben Ansatzes. Zu den Gemeinsamkeiten zählen die Annahme der Market Rent für die Reversion<sup>491</sup> sowie die Unterstellung eines konstanten Mietwerts. Der Hauptunterschied zwischen Term and Reversion und Layer/Hardcore liegt in der vertikalen Teilung der Mieterträge (Abbildung 17) in ersterem und der horizontalen Aufteilung im letzteren Modell (Abbildung 18). Beide Ansätze verwenden unterschiedliche Yields für die Term/Reversion

<sup>489</sup> Vgl. o.V., Yields and rates of interest, S. 118.

<sup>490</sup> Alternativ auch Bottom/Top Slice.

<sup>491</sup> Bezeichnet den Zeitraum nach Ablauf des gegenwärtigen Mietvertrags.

sowie das Bottom/Top slice<sup>492</sup>, was sich aus den unterschiedlichen Einschätzungen der Sicherheit der jeweiligen Einkommensbestandteile ergibt.

Der Term wird gegenüber der Reversion als sicherer eingestuft. Dasselbe gilt für das Top Slice gegenüber dem Core.

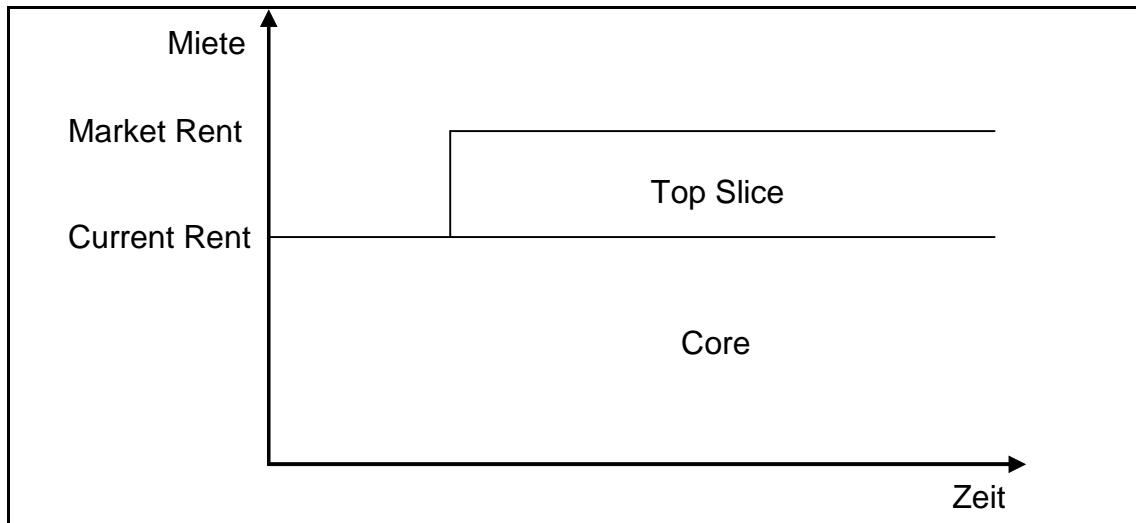


Abbildung 18: Top Slicing Model

In der Praxis herrschen geteilte Meinungen über die Verwendung unterschiedlicher Yields, da diese Vorgehensweise nicht dem Gedanken der All Risks Yield entspricht. Eine separate Berücksichtigung besonderer Risiken bei den Einkommensströmen erschien sinnlos, wenn viele weitere Risiken in der Yield versteckt blieben.

Das Equivalent Yield Model wendet auf beide Einkommenskomponenten eine identische Yield an. Die Frage der horizontalen oder vertikalen Aufteilung ist in diesem Fall irrelevant. Das Equivalent Yield Model ist der einzige All Risks Yield-Ansatz, der logisch strängent und somit rechtfertigbar ist.<sup>493</sup>

Das Equivalent Yield Model stellte während der 1980er Jahre jedoch nicht den meist verbreiteten Ansatz dar. Eine Studie von CROSBY aus dem Jahr 1988/89 belegt, dass obwohl die Mehrheit der Sachverständigen auf Term and Reversion – und somit vertikale Teilung – zurückgriff, für den Großteil von Investment Valuations horizontale Teilungen vorgenommen wurden.

<sup>492</sup> Das bottom slice repräsentiert die gegenwärtigen Mieterträge, während das top slice die Differenz zur Market Rent darstellt.

<sup>493</sup> Vgl. Crosby, United Kingdom, S. 279.

Ansatz	Anzahl Antworten	Anzahl der Bewertungen	
Term and Reversion	95	53 %	8.840
EY vertically sliced	21	12 %	2.850
EY horizontally sliced	32	18 %	9.395
Layer	30	17 %	8.595
Total	178	100 %	29.680
			100 %

**Tabelle 9: Anzahl Bewertungen in Großbritannien nach Methode**

Quelle: Crosby, *The practice of property investment appraisal*, S. 109–131.

Es gibt einen guten Grund für die Verwendung einer horizontalen Teilung der Mieterträge in einem steigenden Markt. Die bislang üblichen langfristigen Mietverträge haben Mietanpassungsklauseln, die eine Anpassung der Miete nur nach oben vorsehen („upwards-only“). Hieraus ergibt sich, dass für die Restlaufzeit des Mietvertrags die gegenwärtige Miete als gesichert gelten kann, die im horizontalen Modell dem Core entspricht.<sup>494</sup> Gleichzeitig ist ab der nächsten Mietanpassung in einem steigenden Markt mit einer Mieterhöhung zu rechnen. Da die Entwicklung des Marktes jedoch Unwägbarkeiten unterliegt, wird der aus der Mieterhöhung entstehende Layer im horizontalen Modell aufgrund der höheren Unsicherheit mit einer höheren Yield diskontiert. Der Ansatz reflektiert auf diese Weise die Gegebenheiten britischer Mietverträge.<sup>495</sup>

Bei korrekter Anwendung kommen die Methoden zu vergleichbaren Ergebnissen. Die unterschiedlichen Vorgehensweisen können am besten anhand eines Beispiels dargestellt werden. Als Beispiel dient eine Büroimmobilie in guter Lage. Das Objekt wurde in 2003 für 25 Jahre mit einem „full repairing and insuring lease“ vermietet. Mietanpassungen finden alle 5 Jahre „upwards-only“ statt. Die Anfangsmiete beträgt £ 200.000. Zum Zeitpunkt der Bewertung im Jahr 2005 liegt die Market Rent für das Objekt bei £ 300.000. Die All Risks Yield bei Vollvermietung beträgt 5 %.

Zunächst kann eine simple Bewertung nach Years' Purchase vorgenommen werden. Der Bewerter muss hier die Entscheidung zwischen Vertragsmiete und Market Rent treffen. Aufgrund der anstehenden Mietanpassung ist der Ansatz der Market Rent gerechtfertigt, jedoch ist die ARY entsprechend der verbleibenden Unsicherheit bezüglich der Anpassung anzugeben. Alternativ könnte die gegenwärtige Vertragsmiete ohne Anpassung der ARY angesetzt werden.

<sup>494</sup> Im Rahmen des Bonitätsrisikos des Mieters.

<sup>495</sup> Vgl. Booth/Walsh, *The application of financial theory to the pricing of upward-only rent reviews*, S. 82; vgl. Crosby, United Kingdom, S. 280–281; vgl. Baum/Crosby/Murdoch, *The contribution of upward-only rent reviews to the capital value of UK property*, S. 105–120.

<b>Years' Purchase</b>		
Net Rent		£ 300.000
YP perpetuity	@ 5,5 %	18,18
Value before costs		£ 5.454.545
Less legal, valuation and stamp duty purchase costs of	2,75 %	£ 145.985
Rounded Value	ca.	£ 5.300.000

**Tabelle 10: Years' Purchase-Approach**

Bei dem Top Slicing-Approach kann die zu erwartende Mietanpassung explizit berücksichtigt werden. Es erfolgt die rechnerische Trennung zwischen der als sicher eingestuften Vertragsmiete<sup>496</sup> und den nach der Mietanpassung zu erwartenden zusätzlichen Mieteinnahmen, die als weniger sicher angesehen werden. Folglich wird für das Core die ursprüngliche ARY verwendet, während für das Top Slice ein erhöhter Diskontierungszinssatz angesetzt wird.

<b>Layer/Hardcore</b>		
Bottom slice		£ 200.000
YP perpetuity	@ 5 %	20
		£ 4.000.000
Top slice		£ 100.000
YP perpetuity	@ 7 %	14,29
Present Value	3 years @ 7 %	0,82
		£ 1.166.140
Value before costs		£ 5.166.140
Less legal, valuation and stamp duty purchase costs of	2,75 %	£ 138.267
Rounded Value	ca.	£ 5.000.000

**Tabelle 11: Top Slicing-Approach**

Der theoretisch begründbare Ansatz, die zusätzliche Miete mit einer „Marginal Yield“, die sich aus der Division der zusätzlichen Miete durch deren Kapitalwert ergibt, zu diskontieren, findet in der Praxis kaum Anwendung, da die so ermittelten Yields deutlich

<sup>496</sup> Aufgrund der „upwards-only“ Anpassungsklausel kann die Miete nicht unter ihr Ausgangsniveau fallen. Als Restrisiko bleibt lediglich die Bonität des Mieters.

über dem marktüblichen liegen und sich somit keine Vergleiche zu anderen Investitionen ziehen lassen.<sup>497</sup>

Ähnlich wie der Top Slicing-Approach verhält sich der Equivalent Yield-Approach, jedoch werden für Core und Layer identische Yields verwendet. Die einheitliche Yield muss dabei sowohl die sicheren Bestandteile als auch die unsichere Mietanpassung entsprechend reflektieren. Zudem spricht für diese Vorgehensweise, dass Term and Reversion und Top Slicing-Approach zu identischen Ergebnissen kommen.<sup>498</sup>

<b>Equivalent yield horizontally sliced</b>				
Bottom slice				£ 200.000
YP perpetuity	@	5,5 %	18,1818	
				£ 3.636.364
Top slice				£ 100.000
YP perpetuity	@	5,5 %	18,18	
Present Value	3 years	@	5,5 %	0,85
				£ 1.548.388
Value before costs				£ 5.184.752
Less legal, valuation and stamp duty purchase costs of		2,75 %		£ 138.765
Rounded Value				ca. £ 5.000.000

**Tabelle 12: Equivalent Yield-Approach**

Der Term and Reversion Approach nimmt eine vertikale Trennung der Zahlungsströme vor. Die bis zur Mietanpassung anfallenden Mieteinnahmen werden in der Regel 0,5 bis 1 % niedriger als die vorgegebene ARY abgezinst. Dies wird mit der größeren Sicherheit des „term income“ begründet.<sup>499</sup> Das nach der Mietanpassung erwartete „reversion income“ wird als ewige Rente mit der ARY berechnet und auf das Bewertungsjahr abgezinst.

<sup>497</sup> Vgl. Johnson/Davies/Shapiro, Modern Methods of Valuation, S. 192f.

<sup>498</sup> Vgl. Baum/Mackmin/Nunnington, The Income Approach to Property Valuation, S. 63–65.

<sup>499</sup> Vgl. Leopoldsberger/Thomas/Naubereit, Immobilienbewertung, S. 506.

<b>Term and Reversion</b>					
Term rent				£ 200.000	
Years Purchase	3 years	@	4 %	2,7751	
					£ 555.018
Reversion to current rental value				£ 300.000	
YP perpetuity		@	5 %	20	
Present Value	3 years	@	5 %	0,8638	
					£ 5.183.026
Value before costs					£ 5.738.044
Less legal, valuation and stamp duty purchase costs of			2,75 %		£ 153.573
Rounded Value				ca.	£ 5.600.000

**Tabelle 13: Term and Reversion Approach**

Die Einbeziehung der Stamp Duty und weiterer Kosten, die bei einer Grundstücksveräußerung für den Käufer anfallen, ist in der britischen Bewertung üblich. Sie werden in der Regel mit 2,75–3 % des Kaufpreises angesetzt. Eine britische Besonderheit ist hierbei, dass die Purchase Costs auf den Capital Value als Faktor 1,0275<sup>-1</sup> angewandt werden. Zu beachten ist jedoch, dass während bei der Investitionsbewertung Nettowerte ermittelt werden, der Market Value ohne Abzug der Erwerbskosten angegeben wird.<sup>500</sup>

#### 4.2.3.2.6 Growth Explicit Models

Die Wertermittlung im Rahmen der Growth Explicit Models erfolgt mit Hilfe von Discounted-Cashflow-Analysen (DCF-Analysen). Diese Vorgehensweise fand erst in der jüngeren Zeit Anklang bei den britischen Sachverständigen. Zu den Gründen hierfür zählen die seit Mitte der 60er Jahre zunehmenden Immobilieninvestitionen institutioneller Anleger in Großbritannien und den USA sowie die seit den 70er Jahren höheren Mietwachstums- und Inflationsraten.<sup>501</sup> Gegenüber den bereits vorgestellten Verfahren weisen sie deutliche Vorteile bei der Bewertung von Ertragsimmobilien in fallenden Märkten auf, während die Vorteile in wachsenden Märkten nicht ausgeprägt sind.<sup>502</sup>

Die DCF-Analysen kamen ursprünglich im Bereich der Investitionsrechnung zum Einsatz – eine Übertragung auf die Immobilienbewertung ist nahe liegend. Wie die Growth Im-

<sup>500</sup> Vgl. Baum/Mackmin/Nunnington, The Income Approach to Property Valuation, S. 55.

<sup>501</sup> Vgl. White et al., Internationale Bewertungsverfahren für das Investment in Immobilien, S. 107.

<sup>502</sup> Vgl. Crosby, United Kingdom, S. 282.

plizit Models basieren DCF-Analysen auf der Diskontierung der Nettoerträge einer zu bewertenden Immobilie. Der Unterschied zu den konventionellen Ansätzen ergibt sich durch die differenzierten Annahmen, die eine realitätsnähere Abbildung des Bewertungsobjekts gewährleisten sollen. Als besonderes, kennzeichnendes Merkmal – und namensgebende Eigenschaft – ist die explizite Berücksichtigung des Wachstums der Market Rent zu nennen.<sup>503</sup>

Eine weit verbreitete Variante ist der Short-Cut DCF-Approach. Diese Methode, die auch als „real value approach“ bezeichnet wird, ist in ihrer Funktionsweise eng mit den Growth Implicit Models verwandt. Zunächst wird anhand vergleichbarer Immobilienveräußerungen die implizite Wachstumsrate der Market Rent ermittelt, indem die ARY mit den für Vergleichsobjekte angenommenen Zielrenditen („target rate of return“) verglichen wird. Die Differenz der beiden Zinssätze gibt Aufschluss über die im Kaufpreis reflektierte Wachstumserwartung des Erwerbers. Es handelt sich somit partiell um einen vergleichsorientierten Ansatz, der die Gestalt der zukünftigen Zahlungsströme berücksichtigt.<sup>504</sup>

Bei der Anwendung der Short-Cut-DCF-Methode werden die Einkommensströme in Term und Reversion aufgeteilt. Der Term wird hierbei als normaler Zahlungsstrom diskontiert, dessen Höhe durch die vertraglich festgelegte Miete bestimmt wird. Für die Reversion – den Zeitraum ab der nächsten Mietanpassung – muss die Market Rent um das prognostizierte Mietwachstum erhöht werden. Erst dann kann der Kapitalwert ermittelt werden. Die Vorgehensweise kann anhand eines Beispiels dargestellt werden.<sup>505</sup>

Als Beispiel dient ein zentral gelegener Büroblock in London mit einer Restmietzeit von 17 Jahren. Die Mietanpassungen sind „upwards-only“ im Abstand von fünf Jahren und die nächste Anpassung steht in zwei Jahren an. Die gegenwärtige Miete beträgt £ 1.500.000 p.a. und die Market Rent £ 1.000.000 p.a. Die ARY für das Objekt wird auf 6 % geschätzt. Die Umlaufrendite langfristiger Staatsanleihen zum Bewertungszeitpunkt liegt bei 7 %. Die Target Rate (bzw. Equated Yield) beträgt 10 %.<sup>506</sup>

---

<sup>503</sup> Vgl. Leopoldsberger/Thomas/Naubereit, Immobilienbewertung, S. 511f; zur Berücksichtigung von über dem Markt liegenden Vertragsmieten vgl. Crosby/French/Ward, Contemporary UK market valuation methods for over-rented investment properties, S. 109.

<sup>504</sup> Vgl. Crosby, United Kingdom, S. 282.

<sup>505</sup> Vgl. Leopoldsberger/Thomas/Naubereit, Immobilienbewertung, S. 512.

<sup>506</sup> Vgl. Crosby, United Kingdom, S. 283–287.

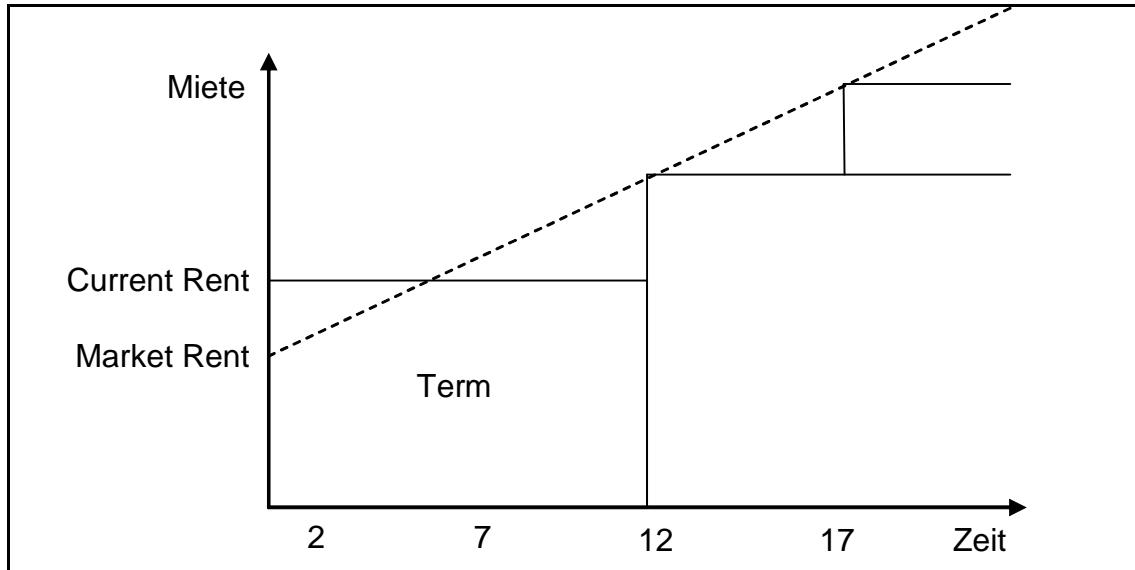


Abbildung 19: Short-Cut-DCF-Methode

Zunächst ist die erwartete Wachstumsrate der Market Rent zu ermitteln. Hierfür wird folgende Formel verwendet:

$$(1+g)^t = \frac{\text{YP perp. } @ k - \text{YP für } t \text{ Jahre } @ e}{\text{YP perp. } @ k \times \text{PV für } t \text{ Jahre } @ e}$$

wobei:  $k$  – ARY,  $e$  – Equated Yield,  $t$  – üblicher Mietanpassungszeitraum

**Formel 1: Erwartete Wachstumsrate ("Implied Rental Growth")**

Unter Verwendung der gegebenen Daten ergibt sich entsprechende Kalkulation:

$$(1+g)^5 = \frac{16,67 - 3,790}{16,67 \times 0,620} = \frac{12,87}{10,34} = 1,244$$

$$g = 4,4668\% \text{ p.a.}$$

Mit der ermittelten Wachstumsrate kann festgestellt werden, ab welchem Zeitpunkt die Market Rent die Vertragsmiete übersteigt, sofern das unterstellte Mietwachstum eintritt. Dabei wird das Mietwachstum für die Mietanpassungszeitpunkte berechnet.

$$2 \text{ Jahre: } £ 1.000.000 \times 1,044668^2 = £ 1.091.331$$

$$7 \text{ Jahre: } £ 1.000.000 \times 1,044668^7 = £ 1.357.838$$

$$12 \text{ Jahre: } £ 1.000.000 \times 1,044668^{12} = £ 1.689.429$$

Hieraus lässt sich schließen, dass die erste Mieterhöhung zur Mietanpassung in 12 Jahren zu erwarten ist. Es ergibt sich folgende Bewertung:

<b>Short-Cut DCF-Approach</b>				
Term rent				£ 1.500.000
Years Purchase	12 years @	10%	6,8137	
				£ 10.220.538
Reversion to current rental value				£ 1.000.000
Amount £1				12 years @ 4,4668% 1,6894
				£ 1.689.427
YP perpetuity	@	6%	16,6667	
PV	12 years @	10%	0,3186	
Value of reversion				£ 8.971.727
Value before costs				£ 19.192.264
Less legal, valuation and stamp duty purchase costs of				2,75% £ 513.662
Rounded Value				ca. £ 18.700.000

**Tabelle 14: Short-Cut-DCF-Methode**

Aus der Bewertung ergibt sich eine Initial Yield von 8,02 %. Die Bewertung teilt sich prinzipiell in zwei Teile auf. Der Term wird hierbei wie ein festverzinsliches Wertpapier bewertet, wobei sich das Risiko lediglich aus der Bonität des Mieters ergibt. Die Reversion unterliegt der Einschätzung des Mietwachstums, die unzutreffend sein kann. Zudem besteht die Möglichkeit, dass die Immobilie zum Ende des Betrachtungszeitraums überholt sein könnte. Hierbei handelt es sich um die typischen Immobilienrisiken. Aus diesem Grund, kann die für den Term angesetzte Yield in Abhängigkeit von der Mieterbonität variiert werden. Ein Ansatz von 8 % für den Term im Fall guter Bonität würde den Immobilienwert entsprechend erhöhen.<sup>507</sup>

Neben der Short-Cut-DCF-Methode wird in Großbritannien auch die Discounted-Cashflow-Analyse bei der Wertermittlung eingesetzt. Ende der 90er Jahre verwendeten jedoch nur 30 % der Sachverständigen die DCF-Analyse im Rahmen der Wertfindung.<sup>508</sup>

Der durch die britische Immobilienkrise initiierte Mallinson Report warnt davor, die DCF-Analyse zur Begründung von Immobilienwerten einzusetzen, die jenseits des durch Transaktionsdaten gestützten Market Value liegen. Es wird empfohlen, DCF als komple-

<sup>507</sup> Vgl. Crosby, United Kingdom, S. 286f.

<sup>508</sup> Vgl. Crosby, United Kingdom, S. 293.

mentäre Methode zur differenzierten Betrachtung des Ertragspotentials eines Bewertungsobjekts einzusetzen.<sup>509</sup>

Dieser Ansatz reflektiert auch die Möglichkeit, die DCF-Analyse als Schnittstelle zur Investitionsrechnung zu nutzen und somit zu einer Entscheidungsgrundlage auszubauen. Hierfür sprechen insbesondere die explizite Berücksichtigung vieler Investitionsparameter sowie die Integrierbarkeit von Steuern.<sup>510</sup>

Im Gegensatz zu den traditionellen Methoden werden bei der DCF-Analyse in der Regel unterjährige – monatlich oder vierteljährlich – vorschüssig anfallende Zahlungsströme abgebildet. Der Schlüssel zur Anwendung der Methode liegt in der Verfügbarkeit des entsprechenden umfangreichen Datenmaterials. Neben subjektiven Einschätzungen stehen für die Prognose der Bewertungsparameter wie Mieten und Zinsentwicklung auch mathematische bzw. ökonometrische Modelle zur Verfügung. Weiterhin besteht die Möglichkeit, durch Sensitivitätsanalysen die kritischen Grenzwerte einzelner Faktoren zu bestimmen. Zudem können mit Hilfe von Szenarioanalysen alternative Umweltzustände simuliert und bewertet werden.<sup>511</sup>

Ein entscheidender Aspekt bei der DCF-Analyse liegt in der Bestimmung des Diskontierungszinssatzes. Bei der DCF-Analyse im Allgemeinen und bei der Anwendung auf Immobilien im Speziellen wird die korrekte Wahl des Diskontierungssatzes kontrovers diskutiert. Ein Ansatz in der britischen Bewertung schlägt die Orientierung am risikofreien Zins vor, der um einen Risikoaufschlag für Immobilien von ca. 2 % ergänzt wird. Hierbei stellt sich die Problematik des fehlenden Marktbezugs bei der Bestimmung der Diskontierungsrate.<sup>512</sup> Ein anderer Ansatz postuliert eine Basierung des Diskontierungszinssatzes auf den gewichteten Kapitalkosten von Eigen- und Fremdkapital. Diese Vorgehensweise bietet den Vorteil, dass Finanzierungsrisiken mit in die Bewertung einfließen können.<sup>513</sup>

Dem ist jedoch entgegenzuhalten, dass Marktwertermittlungen von der Finanzierung abstrahieren und die Frage der Eigenkapitalverzinsung nicht befriedigend beantwortet wird. Daher ist im Rahmen der Wertermittlung der erste Ansatz zu favorisieren. Zudem reflektiert die Orientierung am risikofreien Zinssatz die stark fremdkapitalgetriebenen Renditeforderungen von Immobilieninvestoren.

<sup>509</sup> Vgl. McParland/McGreal/Adair, Concepts of price, value and worth in the United Kingdom, S. 88.

<sup>510</sup> Vgl. Kishore, Discounted cash flow analysis in property investment valuations, S. 63; vgl. Johnson/Davies/Shapiro, Modern Methods of Valuation, S. 155.

<sup>511</sup> Vgl. Leopoldsberger/Thomas/Naubereit, Immobilienbewertung, S. 514.

<sup>512</sup> Vgl. Kishore, Discounted cash flow analysis in property investment valuations, S. 65.

<sup>513</sup> Vgl. Kishore, Discounted cash flow analysis in property investment valuations, S. 65f.

Die Vorgehensweise kann an einem vereinfachten Beispiel illustriert werden: Ein modernes Bürogebäude mit Innenstadtlage in London wurde zum 1.1.2004 zu einer Miete von £ 1.500.000 vermietet. Die Vertragslaufzeit beträgt 10 Jahre mit Mietanpassungen („upwards-only“) im Abstand von fünf Jahren. Die Bewertung soll zum 1.1.2005 stattfinden. Das Wachstum der Market Rent wird auf 4 % geschätzt. Weitere Annahmen sind, dass das Objekt zum Ende des Mietvertrags zur aktuellen Market Rent vermietet wird und Ende des Jahres auf Basis der ewigen Rente bei einer ARY von 7 % veräußert wird. Die Purchase Costs betragen 2,75 %.

Hieraus ergibt sich folgende Rechnung:

Jahr	Market Rent	Miet-Cashflow	Veräußerungs-Cashflow	Barwert zum 1.1.2005
2004	£ 1.500.000	£ 1.500.000		0
2005	£ 1.560.000	£ 1.500.000		£ 1.376.147
2006	£ 1.622.400	£ 1.500.000		£ 1.262.520
2007	£ 1.687.296	£ 1.500.000		£ 1.158.275
2008	£ 1.754.788	£ 1.500.000		£ 1.062.638
2009	£ 1.824.979	£ 1.824.979		£ 1.186.111
2010	£ 1.897.979	£ 1.824.979		£ 1.088.176
2011	£ 1.973.898	£ 1.824.979		£ 998.326
2012	£ 2.052.854	£ 1.824.979		£ 915.896
2013	£ 2.134.968	£ 1.824.979		£ 840.271
2014	£ 2.220.366	£ 2.220.366	£ 30.870.579	£ 13.977.973
			Summe	£ 23.866.333

Tabelle 15: Beispiel DCF-Analyse

Nebenrechnung Veräußerungs-Cashflow	
Market Rent zum Veräußerungszeitpunkt	£ 2.220.366
Ewige Rente für ARY	14,29
Bruttoveräußerungspreis	£ 31.719.520
Purchase Costs	£ 848.941
Nettoveräußerungs-Cashflow	£ 30.870.579

Tabelle 16: Nebenrechnung DCF-Analyse

Dem Beispiel unterliegt eine Reihe von Vereinfachungen. Eine ausführliche Analyse würde eine getrennte Betrachtung von Mieteinnahmen und Aufwendungen vornehmen, die unterschiedlichen Steigerungsraten unterliegen können. Weiterhin ist die unterstellte Veräußerung zum Ende des Betrachtungszeitraums eine simple Betrachtung. Alternativ

wäre die Modellierung einer Modernisierung mit anschließender Neuvermietung möglich. Insbesondere die Veräußerung am Ende des Betrachtungszeitraums stellt eine der DCF-Analyse inhärente Schwäche dar. Es handelt sich prinzipiell um eine rudimentäre Bewertung, die jedoch (nach Diskontierung) etwa ca. die Hälfte des ermittelten Werts darstellt. Dies widerspricht dem Anspruch der DCF-Analyse auf eine differenzierte und komplexe Wertermittlung.

#### 4.2.3.3 Cost Approach

Der Cost Approach wird auch als „Contractor's Method“ oder „Depreciated Replacement Cost Approach“ (DRC-Approach) bezeichnet.<sup>514</sup> Ergebnis der Wertermittlung ist jedoch nicht der Market Value, sondern die Depreciated Replacement Cost (vgl. S. 89). Es besteht ein enger Zusammenhang zwischen Wertdefinition und Wertermittlungsmethode. Wie bereits erläutert kommen Depreciated Replacement Cost bei Specialised Properties zum Einsatz. Hierzu zählen beispielsweise Kirchen, Krankenhäuser und Schulen, die aufgrund ihrer eingeschränkten Drittverwendungsfähigkeit und geringen Transaktionshäufigkeit kaum Vergleichsobjekte am Markt aufweisen.<sup>515</sup>

In den meisten Fällen wurden die Immobilien von der öffentlichen Hand oder gemeinnützigen Organisationen errichtet. Im Allgemeinen gibt es keine anderen Organe, die Bedarf für solche Immobilie haben, weshalb Verkäufe sehr selten sind. Im Falle einer Transaktion muss in der Regel Ersatz für die veräußernde Organisation geschaffen werden, was mangels Alternativen auf einen Neubau hinausläuft. Hieraus ergibt sich, dass der Mindestpreis für eine Veräußerung den Kosten einer neu zu errichtenden Ersatzimmobilie entspricht. Dies begründet den Einsatz der Cost Approach.<sup>516</sup>

Die Definition der Depreciated Replacement Cost gibt vor, dass sich der Wert einer Liegenschaft aus der Summe des Bodenwerts und der Kosten für die Neuerrichtung eines vergleichbaren Gebäudes zusammensetzen. Die Gebäudekosten sind nicht nur um Abschläge für Alter und Bauzustand zu reduzieren, sondern es sind auch Wertminderungen zu berücksichtigen, die sich aus veränderten technischen Anforderungen an das Gebäude ergeben, denen es nicht mehr gerecht werden kann.<sup>517</sup>

Der Wert des Bodens wird vorzugsweise auf Basis der Comparative Method oder alternativ mit der Residual Method bestimmt. Bei der Bodenwertermittlung wird unterstellt, dass entsprechendes Baurecht vorliegt. Ein Dilemma für den Sachverständigen ergibt

<sup>514</sup> Alternativ auch „Cost of Replacement Approach“.

<sup>515</sup> Vgl. Leopoldsberger/Thomas/Naubereit, Immobilienbewertung, S. 518.

<sup>516</sup> Vgl. Johnson/Davies/Shapiro, Modern Methods of Valuation, S. 18.

<sup>517</sup> Vgl. RICS, Appraisal and Valuation Manual, Appendix 3.1.

sich aus der Tatsache, dass nur eine sehr begrenzte Anzahl vergleichbarer Grundstücke vorliegt, da sonst der DRC-Approach nicht gewählt würde. Als Ausweg bieten sich zwei Optionen an:<sup>518</sup>

1. Es wird eine verwandte Nutzung bei der Auswahl von Vergleichsgrundstücken gewählt.
2. Die in der direkten Umgebung der Liegenschaft dominante Nutzungsform wird unterstellt.

Ein bewährter Ansatz bei der Ermittlung der Baukosten ist die Verwendung von „unit costs“, d.h. von aussagekräftigen Bezugsgrößen für die betrachtete Immobilie. In Abhängigkeit der Bauart und Nutzung kann es sich um Kosten pro Quadrat- oder im Fall von Lagerhäusern bzw. Gewerbeträßen um Kubikmeter handeln, bis hin zu Kosten pro Bett für Krankenhäuser und Hotels. In der Regel wird ein Flächenbezug gewählt. Bei der Bestimmung der „unit costs“ ist auf Aspekte wie Flächenzuschnitt und regionale Lage der Bewertungsliegenschaft zu achten. Als Informationsgrundlage für durchschnittliche Kostensätze kann der „Building Cost Information Service“ der RICS verwendet werden. Es stehen jedoch auch weitere Referenzwerke wie bspw. „Spon's Architects' Builders' Price Book“ zur Verfügung.<sup>519</sup>

#### DRC Valuation

Land value in existing use	£ 375.000
Construction costs @ £ 1000 per m <sup>2</sup>	£ 5.000.000
Professional fees @ 12 %	£ 600.000
Finance over construction period @ 10 % p.a. over three years (half costs), say	£ 925.000
Replacement cost	£ 6.525.000
Depreciation allowance	50 %
Depreciated replacement cost	£ 3.262.500
Valuation	£ 3.637.500

Tabelle 17: DRC-Approach

Quelle: Crosby, United Kingdom, S. 295.

Die schematische Vorgehensweise kann dem Beispiel entnommen werden. Bewertet wird ein 5000 m<sup>2</sup> Gebäude mit nicht-drittverwendungsfähiger Nutzung in zentraler Stadtlage. Ein Neubau würde drei Jahre in Anspruch nehmen.<sup>520</sup> Grundsätzlich muss angeführt

<sup>518</sup> Vgl. Crosby, United Kingdom, S. 295f.

<sup>519</sup> Vgl. Leopoldsberger/Thomas/Naubereit, Immobilienbewertung, S. 519.

<sup>520</sup> Vgl. Crosby, United Kingdom, S. 295.

werden, dass in Großbritannien der Cost Approach als eine „method of last resort“ angesehen wird, da Kosten selten mit Wert übereinstimmen. Ihr Einsatz ist nur unter den beschriebenen Umständen vertretbar, und die Ergebnisse sind mit der entsprechenden Umsicht einzuschätzen.<sup>521</sup>

#### 4.2.4 Würdigung

Die britische Immobilienbewertung zeichnet sich durch einen starken Marktbezug aus. Dies spiegelt sich in der ausgeprägten Präferenz für die vergleichsorientierte Bewertung wider.<sup>522</sup> Die hohe Transparenz britischer Immobilienmärkte ist grundlegende Voraussetzung für diese Herangehensweise. Weiterhin kennzeichnend ist der Verzicht auf formalisierte Bewertungsvorgaben. Die RICS sieht die Kompetenz für die Wahl und Umsetzung der passenden Method im Ermessensspielraum des Sachverständigen. Ein Umdenken fand erst im Rahmen des Mallinson Reports statt, der als Reaktion auf die Immobilienkrise der 1990er Jahre initiiert wurde. Jedoch wurde auch hier auf detaillierte Vorgaben verzichtet und stattdessen lediglich Empfehlungen ausgesprochen. Während die vergleichsorientierten Ansätze aufgrund ihrer simplen Strukturen keine ausgeprägte Reglementierung benötigen, stellt sich ob der Methodenvielfalt des Income Approach die Frage, inwiefern eine Vereinheitlichung mehr Transparenz und Nachvollziehbarkeit der Wertermittlung gewährleisten kann.

Einheitliche Standards für Wertbegriffe werden von der RICS in Form der Appraisal and Valuation Standards (Red Book) veröffentlicht. Die aktuelle 5. Auflage deutet die wachsende internationale Ausrichtung der RICS an, da bei der Neuformulierung der Wertbegriffe auf eine Abgleichung mit den International Valuation Standards geachtet wurde. Markanteste Ausprägung dieser Bewegung ist der Schritt vom Open Market Value zum Market Value. Die Aufgabe dieser britischen „Institution“ symbolisiert die Bereitschaft zur Öffnung für internationale Standards.

### 4.3 Der amerikanische Ansatz

#### 4.3.1 Übersicht

Die Eigentumsrechte sind im fünften Amendment der Verfassung der Vereinigten Staaten von Amerika verankert. Die Bedrohung einer illegalen Konfiszierung von Eigentum ist hier ausgeschlossen. Das Eigentum an Immobilien unterliegt den vier Staatsgewalten:

<sup>521</sup> Vgl. Mackmin, The United Kingdom, S. 38.

<sup>522</sup> Vgl. Edge, Interview.

- Steuern
- Eminent Domain (Enteignung)
- Polizeigewalt
- Escheat (Rückfall von Besitz ohne Erben an den Staat)

Die Summe aller Rechte an einer Liegenschaft wird als „bundle of rights“ bezeichnet. Dies umfasst beispielsweise die Rechte, ein Grundstück zu vermieten oder zu verkaufen. Das Eigentum der gesamten Rechte wird „fee simple estate“ genannt. Es handelt sich um die umfassendste Form von Eigentum, ohne Einschränkung durch andere Interessen.

Ein „leased fee“ ist eine Liegenschaft, bei der einige Rechte, insbesondere das Recht der Nutzung und das Wohnrecht, mittels eines „lease“ übertragen werden. Der Großteil aller Mehrparteienimmobilien wird als Leased Fee gehalten. Eine typische Form von Eigentum ist das „leasehold estate“. Hierbei wird das Grundstück in Form eines Lease übertragen, während die vom Lease-Nehmer errichteten Gebäude sich in seinem Eigentum befinden. Der Lease, der oft auch als „ground lease“ bezeichnet wird, läuft typischerweise über einen Zeitraum von 99 Jahren oder mehr.<sup>523</sup>

Die führende Institution für Immobilienbewertungssachverständige in den USA ist das Appraisal Institute, das die Designierungen MAI (Member Appraisal Institute) und SRA (State-Certified Real Estate Appraiser) an qualifizierte Sachverständige vergibt.<sup>524</sup> Im Jahr 1989 wurde im U.S. Kongress der „Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act“ (FIRREA) verabschiedet. Zu den Inhalten zählte die Festlegung einer Lizenzierung bzw. Zertifizierung von Sachverständigen, um Missbrauch in der Immobilienbewertung vorzubeugen.

---

<sup>523</sup> Vgl. Gelbtuch, The United States, S. 3f.

<sup>524</sup> Vgl. S. 44.

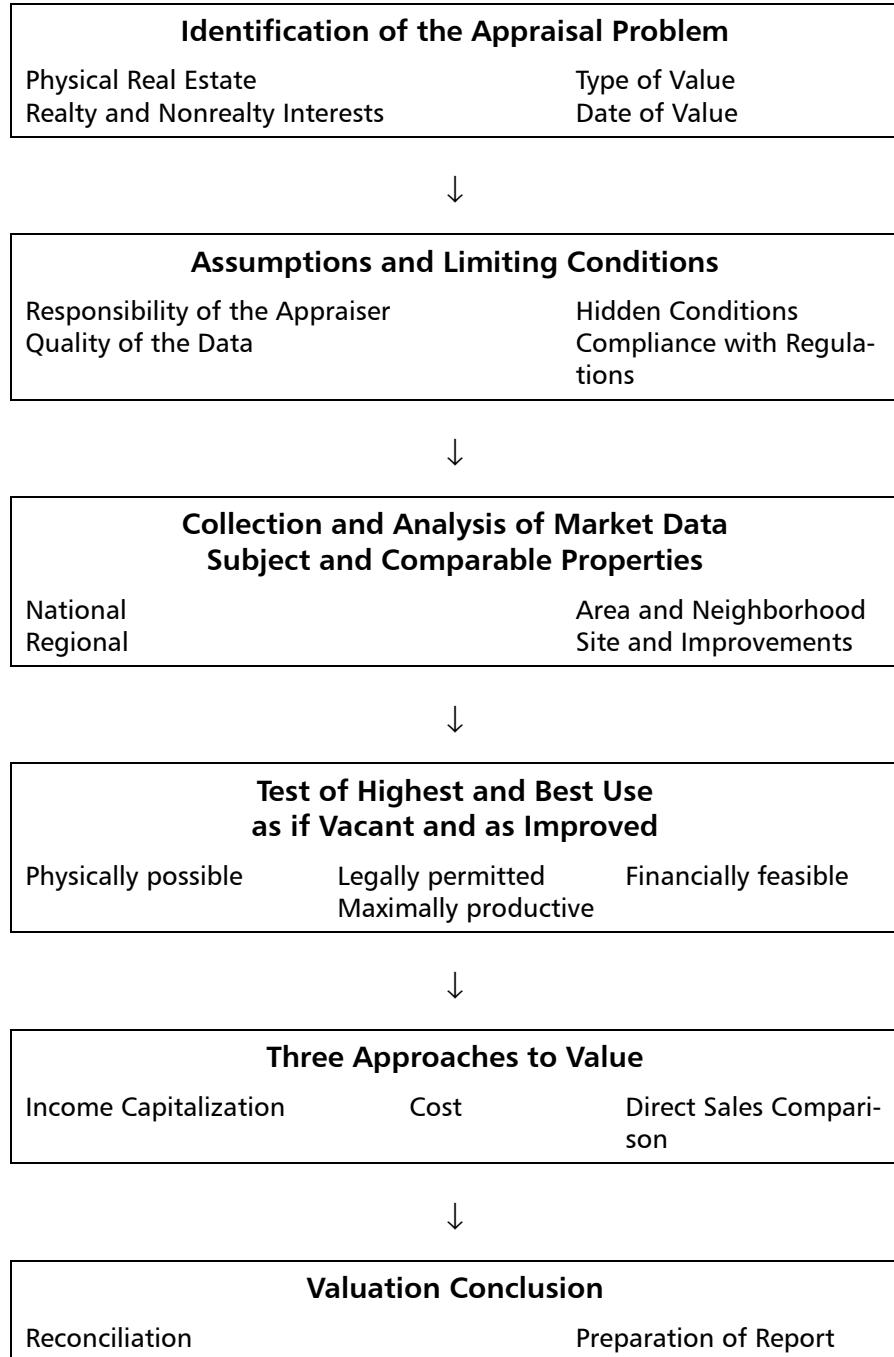


Abbildung 20: The Appraisal Process

Quelle: Fisher/Martin, *Income Property Valuation*, S. 29

In diesem Zug wurde die Zuständigkeit für die Voraussetzungen zur Zertifizierung von Sachverständigen den Staaten übertragen. Die staatliche Zertifizierung wurde mit dem 31. Dezember 1992 verbindlich, wobei der Sachverständige in dem Staat zertifiziert sein muss, in dem die zu bewertende Liegenschaft sich befindet. Das Appraisal Institute und die Staaten fordern zudem eine kontinuierliche Weiterbildung der Sachverständigen.<sup>525</sup>

<sup>525</sup> Vgl. Gelbtuch, The United States, S. 8.

Die maßgeblichen Standards der Immobilienwertermittlung werden vom Appraisal Standards Board (ASB) der 1987 gegründeten Appraisal Foundation unter dem Titel „Uniform Standards of Professional Appraisal Practice“ (USPAP) veröffentlicht. Die Appraisal Foundation ist eine Not-for-Profit-Organisation mit der Zielsetzung die USPAP zu etablieren, die fachgerechte Ausbildung von Sachverständigen zu fördern und Kriterien für die Zertifizierung zu erarbeiten. Das Appraisal Standards Board veröffentlicht auf jährlicher Basis die aktuelle Fassung der USPAP, um Auslegung und Änderungen der Standards den Adressaten zeitnah zur Verfügung zu stellen.<sup>526</sup>

In der amerikanischen Immobilienbewertung hat sich eine einheitliche Vorgehensweise bei der Wertermittlung von Immobilien etabliert, die unter dem Begriff „The Appraisal Process“ zusammengefasst wird (vgl. Abbildung 20). Anhand dieses Prozesses erhält man einen guten Einblick in die Annäherung amerikanischer Sachverständiger an Bewertungsaufgaben.

### 4.3.2 Wertbegriffe

#### 4.3.2.1 Market Value

Der dominante Wertbegriff in der amerikanischen Immobilienbewertung ist der Market Value, für den jedoch keine einheitliche Definition vorliegt. Die USPAP geben in diesem Zusammenhang lediglich die Vorgabe, dass bei Verwendung des Market Value zu klären ist, ob der Wert in Form:<sup>527</sup>

- eines Bargeldbetrags oder
- von finanziellen Vereinbarungen äquivalent zu Bargeld oder
- in einer anderen genau definierter Art ausgedrückt wird und
- ob das Werturteil auf Basis nicht marktüblicher Finanzierungen, deren Konditionen zu dokumentieren sind, ermittelt wurde.

Die zurzeit allgemein anerkannte Definition ist im FIRREA<sup>528</sup> enthalten:

„Market value can be defined as the most probable price which a property should bring in a competitive and open market under all conditions requisite to a fair sale, the buyer and seller each acting prudently and knowledgeably, and assuming the price is not

---

<sup>526</sup> Vgl. Phillips, The Appraisal of Real Estate, S. 22.

<sup>527</sup> Vgl. USPAP, Standards Rule 1-2.

<sup>528</sup> Vgl. „Appraisal Standards for Federally Related Transactions“, Federal Register, Vol. 55, No. 165, August 24, 1990, Rules and Regulations, Sections 34, 43.

affected by undue stimulus. Implicit in this definition is the consummation of a sale as of a specified date and the passing of title from seller to buyer under conditions whereby:

1. Buyer and seller are typically motivated;
2. Both parties are well informed or well advised, and acting in what they consider their best interests;
3. A reasonable time is allowed for exposure in the open market;
4. Payment is made in terms of cash in United States dollars or in terms of financial arrangements comparable thereto; and
5. The price represents the normal consideration for the property sold unaffected by special or creative financing or sales concessions granted by anyone associated with the sale.”

Der Verzicht auf eine detaillierte Definition des Market Value in den USPAP kann auf die unterschiedlichen Anforderungen an den Wertbegriff in Abhängigkeit von der geltenden Rechtslage erklärt werden. Daher weisen die USPAP explizit darauf hin, dass die nach den rechtlichen Rahmenbedingungen vorgesehene Definition anzuwenden ist. Das gilt analog für den Gültigkeitsbereich von Internationalen Standards. Weiterhin sollte berücksichtigt werden, dass Gesetzgeber und Aufsichtsbehörden aus verschiedenen Anlässen Marktvalordefinitionen neu definieren.<sup>529</sup>

#### 4.3.2.2 Use Value

Neben dem Market Value kennt die amerikanische Immobilienbewertung noch weitere Wertbegriffe. Hierzu zählt der „Use Value“, der auf der Produktivität eines Wirtschaftsguts basiert. Der Use Value beschreibt den Wert einer Liegenschaft für eine spezifische Nutzung. Bei seiner Wertschätzung konzentriert sich der Sachverständige auf den Wert der Liegenschaft für die wirtschaftliche Einheit, deren Teil sie ist, ohne Rücksicht auf den „highest and best use“ oder einen potentiellen Veräußerungserlös der Liegenschaft zu nehmen. Der Use Value kann in Abhängigkeit vom Management der Immobilie und externen Einflüssen – beispielsweise Änderungen im Geschäftsbetrieb – variieren. Der Use Value kommt bei der Bewertung von Anlagevermögen (inklusive Immobilien) bei Firmenzusammenschlüssen, Akquisitionen oder Verbriefungen zum Einsatz. Ein typischer Anwendungsfall ist die Bewertung industrieller Liegenschaften im Rahmen von Unternehmensbewertungen.<sup>530</sup>

---

<sup>529</sup> Vgl. Phillips, The Appraisal of Real Estate, S. 24.

<sup>530</sup> Vgl. Howcroft, A Rational Expectations Approach To Concepts of Value, S. 402–412.

#### 4.3.2.3 Investment Value

Während der Use Value die spezifische Nutzung einer Liegenschaft betrachtet, repräsentiert der „Investment Value“ den Wert einer spezifischen Immobilie für einen bestimmten Investor. Dabei wird der Wert der Immobilie unter den individuellen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen des Investors ermittelt. Im Gegensatz zum Market Value handelt es sich folglich um den Wert für ein Individuum und nicht den Wert im offenen Markt. Wenn der Investment Value in Währung angegeben wird, ist es der Preis, den ein Investor für eine Anlage zahlen würde hinsichtlich ihrer Eignung, seine Wünsche, Bedürfnisse oder Investmentziele zu erfüllen. Für die Ermittlung des Investment Value müssen spezifische Investmentkriterien vorliegen. Dabei müssen die Kriterien nicht notwendigerweise vom Investor festgelegt werden, sondern können von einem Experten für Immobilien und Investment Value – folglich einem Sachverständigen – aufgestellt werden.<sup>531</sup>

#### 4.3.2.4 Going-Concern Value

„Going-Concern“ beschreibt eine etablierte und operierende Unternehmung mit einer unbegrenzten Lebensdauer. Bei bestimmten Immobilien (z.B. Hotels, Restaurants, Produktionsstätten, Fitnessstudios und Deponien) sind die Immobilien integraler Teil des laufenden Geschäfts. Der Market Value einer solchen Immobilie – einschließlich aller materiellen und immateriellen Aktiva des Betriebs, bei einem gemeinsamen Verkauf – wird als „Going-Concern Value“ bezeichnet. Während der Going-Concern Value eine unbegrenzte Fortführung des Geschäfts unterstellt, basiert der „Liquidation Value“ auf der Annahme, dass die Geschäftstätigkeit eingestellt wird. Der Going-Concern Value beinhaltet den Wertbeitrag des operativen Geschäfts, der getrennt von der Immobilie betrachtet wird. Hierzu wird auch der Wert des immateriellen Eigentums (wie beispielsweise Reputation, Patente, Urheber- und Markenrechte) der Unternehmung gezählt. Die Trennung zwischen Immobilien- und Geschäftswert kann sich aufgrund der Verknüpfung der Wertschöpfung als schwierig erweisen.<sup>532</sup>

#### 4.3.2.5 Assessed Value

„Assessed Value“<sup>533</sup> ist der ermittelte Wert einer Immobilie für die Besteuerung („ad valorem“). Dieser Wert kann stark vom Market Value der Immobilie abweichen, in Abhängigkeit von den Zeiträumen der steuerlichen Neubewertung, den gesetzlichen Vor-

---

<sup>531</sup> Vgl. Fisher/Martin, Income Property Valuation, S. 25–28.

<sup>532</sup> Vgl. Phillips, The Appraisal of Real Estate, S. 27.

<sup>533</sup> Auch „Assessment Value“.

gaben für die steuerliche Wertermittlung sowie den Daten und Methoden der Bewertung.<sup>534</sup>

### 4.3.3 Verfahren der Wertermittlung

#### 4.3.3.1 Income Approach

##### 4.3.3.1.1 Bezugsrahmen

Die Mehrheit der Ertragsimmobilien in den USA wird auf Basis ihres Ertragspotenzials veräußert und erworben. Sie werden typischerweise als Anlage erworben, was für den Investor die Ertragskraft zur entscheidenden Determinante des Immobilienwerts macht. Dieser Ansatz führt zwangsläufig zu einer zukunftsorientierten Betrachtung der Immobilie, was sich im Prinzip der „Anticipation“ in der amerikanischen Bewertung wieder findet.<sup>535</sup>

Die Antizipation der Entwicklung findet sich sowohl in der Prognose der zukünftigen Einkommensströme als auch in der Schätzung der Kapitalisierungsrate, die implizit die antizipierte Veränderung des Einkommens im Zeitablauf ausdrückt. Der Income Approach muss zudem Veränderungen der Rahmenbedingungen und Umweltzustände der Ertragsimmobilien berücksichtigen. Hierfür muss der Sachverständige sorgfältig die Erwartungen der Investoren bezüglich der zukünftigen Veränderungen von Einkommenshöhe, Ausgaben zum Erhalt des Einkommens und wahrscheinliches Wachstum bzw. Minderung des Immobilienwerts erfassen und prognostizieren.

Die Definition des Immobilieneinkommens kann in Abhängigkeit vom Investortyp variieren. Die Einkommensströme, die REITs und Pensionsfonds modellieren, unterscheiden sich von Nettoertrag, den traditionelle Investoren betrachten. Die Kapitalisierung sollte auch die Möglichkeit in Betracht ziehen, dass die tatsächlichen zukünftigen Einkommen, Kosten und der Immobilienwert von den ursprünglich prognostizierten abweichen. Mit zunehmender Unsicherheit über die zukünftigen Niveaus der Bewertungsvariablen steigt das Risiko der Investition, das Investoren durch eine höhere Rendite kompensiert haben wollen und das im Ansatz der aus dem Markt abgeleiteten Kapitalisierungsrate berücksichtigt werden sollte.<sup>536</sup>

Ein weiterer Aspekt der Income Approach liegt in der Berücksichtigung von Angebot und Nachfrage auf dem Immobilienmarkt. Der im Fokus der Income Approach stehende

<sup>534</sup> Vgl. Popp, Investment value, market value differ for property tax purposes, S. 34.; vgl. Fisher/Martin, Income Property Valuation, S. 26.

<sup>535</sup> Vgl. Gelbtuch, The United States, S. 11.

<sup>536</sup> Vgl. Phillips, The Appraisal of Real Estate, S. 472.

Mietertrag einer Immobilie ergibt sich aus dem Marktpreis für Mietfläche, der sich aus dem Kräftespiel von Flächenangebot und -nachfrage ergibt. Für eine nachhaltige Wertermittlung muss der Sachverständige daher eine Einschätzung der Entwicklung von Angebot und Nachfrage des betroffenen Immobilientyps finden.<sup>537</sup>

Der Income Approach verwendet eine speziellere Terminologie als andere Wertermittlungsansätze, wobei sich die Bedeutungen teilweise überschneiden. In Tabelle 18 werden die Zusammenhänge zwischen Kapitalisierungsraten und zu bewertenden Verfügungsrechten („Property Interest“) dargestellt.

Property Interest	Net Income oder Cash Flow	Forecast Reversion	Capitalization Rate	Yield Rate
Total Property ( $V_0$ )	Net operating income (NOI oder $I_0$ )	Proceeds of resale (PR), property reversion	Overall capitalization rate ( $R_0$ )	Risk rate, discount rate ( $Y_0$ )
Debt, mortgage loan ( $V_M$ )	Debt service ( $I_M$ )	Balance, balloon, book value (b)	Mortgage capitalization rate ( $R_M$ )	Yield rate to mortgage ( $Y_M$ ), interest rate
Equity ( $V_E$ )	Equity dividend ( $I_E$ )	Equity reversion (ER)	Equity capitalization rate ( $R_E$ )	Equity yield rate ( $Y_E$ )
Land, site ( $V_L$ )	NOI to land (NOIL oder $I_L$ )	Land reversion (LR)	Land capitalization rate ( $R_L$ )	Land yield rate ( $Y_L$ )
Building, improvements ( $V_B$ )	NOI to building (NOIB oder $I_B$ )	Building reversion (BR)	Building capitalization rate ( $R_B$ )	Building yield rate ( $Y_B$ )
Leased fee ( $V_{LF}$ )	NOI to lessor (NOILF oder $I_{LF}$ )	Property reversion (PR) oder proceeds of resale	Leased fee capitalization rate ( $R_{LF}$ )	Leased fee yield rate ( $Y_{LF}$ )
Leasehold ( $V_{LH}$ )	NOI to lessee (NOILH oder $I_{LH}$ )	None oder proceeds of leasehold estate	Leasehold capitalization rate ( $R_{LH}$ )	Leasehold yield rate ( $Y_{LH}$ )

Tabelle 18: Rates, Ratios and Relationships

Quelle: Phillips, The Appraisal of Real Estate, S. 474

Die Immobilienmiete spielt beim Income Approach die zentrale Rolle. Deshalb soll hier ein kurzer Überblick über die verschiedenen Miettypen in der amerikanischen Wertlehre gegeben werden.

<sup>537</sup> Vgl. Fisher/Martin, Income Property Valuation, S. 6–10.

#### 4.3.3.1.2 Market Rent

Market Rent bezeichnet die Mieteinnahmen, die eine Immobilie im freien Markt erzielen würde. Ein Indiz für die Market Rent sind die Mieten, die für vergleichbare Flächen zum Bewertungszeitpunkt verlangt oder gezahlt werden. Market Rent wird alternativ auch als „economic rent“ bezeichnet. Marktdaten ergeben in der Regel ein Spektrum an Market Rents, die vom Sachverständigen im Rahmen der Festsetzung der Market Rent zu würdigen sind. Besondere Aufmerksamkeit bei den Vergleichsmieten gilt den Flächenbezügen. Mietangaben mit Bezug zu „gross building area“ können nicht ohne Anpassung für ein Objekt mit Nettoflächenmietvertrag übertragen werden.<sup>538</sup>

Bei der Bestimmung der Market Rent werden folgende Elemente in die Vergleichsbe- trachtung integriert:<sup>539</sup>

- Verfügungsrechte laut Mietvertrag
- Marktlage
- Lage der Liegenschaft
- physische Eigenschaften des Objekts
- Umlage von Betriebskosten
- Nutzungsform der Liegenschaft
- nicht-immobilienbezogene Kompo- nenten

#### 4.3.3.1.3 Contract Rent

Die im gültigen Mietvertrag festgelegte Vertragsmiete ist die „Contract Rent“. Sie kann aus verschiedenen Gründen – Marktbewegungen, Vertragsgestaltung – von der Market Rent abweichen. Zur Einschätzung der Contract Rent ist ein Vergleich mit Mieten von Objekten mit ähnlicher Kostenaufteilung, entsprechenden Vertragsbedingungen und vergleichbarem Flächenangebot sinnvoll.

Weitere Miettypen sind die „Effective Rent“, die die nominale Miete um Mietanreize und finanzielle Zugeständnisse des Vermieters bereinigt, die „Excess Rent“, die die Differenz zwischen Market Rent und einer über Marktniveau liegenden Miete beschreibt und die „Deficit Rent“, die das Pendant zur „Excess Rent“ für Mieten unter Marktniveau darstellt.<sup>540</sup>

#### 4.3.3.1.4 Operating Income

Die Ermittlung der Mieteinnahmen bildet die Grundlage für die Bestimmung des Ertrags der Immobilie. Für den Income Approach sind drei Ertragsdefinitionen von besonderer Bedeutung. Das „Potential Gross Income“ (PGI) stellt den gesamten potentiellen Ertrag

<sup>538</sup> Vgl. Phillips, The Appraisal of Real Estate, S. 480.

<sup>539</sup> Vgl. Fisher/Martin, Income Property Valuation, S. 111–113.

<sup>540</sup> Vgl. Phillips, The Appraisal of Real Estate, S. 481–483.

einer voll vermieteten Immobilie vor Abzug der Bewirtschaftungskosten dar. Das Potential Gross Income kann für das erste Jahr nach dem Erwerb berechnet werden und für die folgenden Jahre der Bewirtschaftung über die typische Haltezeit geschätzt werden. Das „Effective Gross Income“ (EGI) beschreibt den erwarteten Ertrag der Objektbewirtschaftung unter Berücksichtigung von Leerstands- und Mietausfällen vor Abzug der Bewirtschaftungskosten. Das Effective Gross Income wird häufig als Prozentsatz des in der Marktlage üblichen Potential Gross Income bestimmt. Das „Net Operating Income“ ergibt sich aus dem Effective Gross Income nach Abzug aller Bewirtschaftungskosten jedoch vor Fremdkapitalkosten, steuerrechtlicher Abschreibung oder anderer Staats- bzw. Bundessteuern. Das Net Operating Income wird in der Regel auf Jahresbasis ermittelt und ausgewiesen.<sup>541</sup>

#### 4.3.3.1.5 Operating Expenses

„Operating Expenses“ sind als die periodischen Aufwendungen zum Erhalt der Immobilie und ihres Ertrags definiert. Eine Kostenaufstellung, die sich an dieser Definition orientiert, wird für die Wertermittlung eingesetzt. Im Rahmen der Bewertung kann der Sachverständige ein „Reconstructed Operating Statement“ erstellen, das von der regulären Aufstellung für Eigentümer und Rechnungslegung abweicht, da hier nicht bewertungsrelevante Posten wie Abschreibungen und Zinsaufwendungen mit enthalten sind. Die Bewirtschaftungskosten werden prinzipiell in drei Kategorien unterteilt:

1. Fixed Expenses
2. Variable Expenses
3. Replacement Allowance

Obwohl diese Einteilung seit geraumer Zeit etabliert ist, sind auch andere Systeme für die Verwendung durch Sachverständige zugelassen, um den Anforderungen der jeweiligen Bewertungsaufgabe gerecht zu werden.<sup>542</sup>

Während Fixed Expenses konstant im Jahresablauf anfallen, hierzu zählen Grundsteuer und Versicherung, hängen Variable Expenses, wie Energie-, Management- und Wartungskosten von der Auslastung der Liegenschaft ab. Die Replacement Allowance umfasst Aufwendungen für Instandhaltung und Ersatz von Gebäudeteilen, die einem stärkeren Alterungsprozess als das restliche Gebäude unterliegen.<sup>543</sup>

---

<sup>541</sup> Vgl. Fisher/Martin, *Income Property Valuation*, S. 110.

<sup>542</sup> Vgl. Phillips, *The Appraisal of Real Estate*, S. 486.

<sup>543</sup> Vgl. Fisher/Martin, *Income Property Valuation*, S. 112f.

#### 4.3.3.1.6 Direct Capitalization

Die „Direct Capitalization“ findet breiten Einsatz bei Immobilien, die bereits am Markt etabliert sind und eine konstante wirtschaftliche Entwicklung aufweisen. Die Funktionsweise basiert auf der Kapitalisierung des Jahresertrags der Liegenschaft mit einem Ertragsfaktor. Hierfür sollte eine ausreichende Anzahl an Transaktionen vergleichbarer Liegenschaften im Markt vorliegen. Die Methode ist weniger gut geeignet für Objekte, die sich noch in der Vermarktungsphase befinden oder bei denen Ertrags- bzw. Bewirtschaftungskosten stark schwanken. Der Vorteil dieses Ansatzes liegt im direkten Marktbezug der Kapitalisierungsfaktoren sowie der einfachen Anwendung der Methode und der Kommunikation der Ergebnisse. Demgegenüber steht die eingeschränkte Aussagekraft einer einzelnen Betrachtungsperiode.<sup>544</sup>

Es gibt zwei Ausprägungen der Direct Capitalization:

- die Verwendung einer einzelnen Overall Capitalization Rate (auf das Net Operating Income) und
- die getrennte Kapitalisierung der Ertragsbestandteile mit individuellen aus dem Markt abgeleiteten Kapitalisierungszinssätzen.

Wie bei allen ertragsorientierten Methoden fällt der Bestimmung der Kapitalisierungsraten – aufgrund ihres direkten Werteinflusses – eine zentrale Rolle zu.<sup>545</sup> Für die Ableitung steht eine Reihe von Techniken zur Verfügung, von denen die ersten drei im Folgenden vorgestellt werden:<sup>546</sup>

- |   |   |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"><li>• Ableitung von Comparable Sales</li><li>• Effective Gross Income Multiplier und Net Income Ratios</li><li>• Band of Investment</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>• Band of Investment (Boden- und Gebäude-Komponenten)</li><li>• Debt Coverage Formel</li><li>• Yield Capitalization</li></ul> |
|---|---|

Die bevorzugte Technik für die Bestimmung der Kapitalisierungsrate ist ihre Ableitung von Transaktionen vergleichbarer Liegenschaften (Comparable Sales). Zu den benötigten Transaktionsdaten der Vergleichsliegenschaften gehören: Preis, Ertrag, Bewirtschaftungskosten, Finanzierungskonditionen und die Marktlage zum Zeitpunkt der Veräußerung.

---

<sup>544</sup> Vgl. Gelbtuch, The United States, S. 15.; vgl. Fisher/Martin, Income Property Valuation, S. 144f.

<sup>545</sup> Vgl. Phillips, The Appraisal of Real Estate, S. 529–531.

<sup>546</sup> Vgl. Fisher/Martin, Income Property Valuation, S. 149.

Darüber hinaus muss der Sachverständige sicherstellen, dass das Net Operating Income der Liegenschaften nach denselben Standards wie das des zu bewertenden Objekts ermittelt wurde. Zudem sollten Anpassungen für die zeitliche Differenz zwischen Transaktionsdatum und Bewertungsstichtag vorgenommen werden. Besondere Aufmerksamkeit erfordert die Überprüfung der Transaktionen auf den Verkaufspreis beeinflussende Umstände oder nicht marktkonforme Finanzierungskonditionen. Die vereinfachte Vorgehensweise kann Tabelle 19 entnommen werden.<sup>547</sup>

<b>Ableitung der Overall Capitalization Rate von Vergleichstransaktionen</b>				
	Verkauf A	Verkauf B	Verkauf C	Verkauf D
Preis	\$ 470.000	\$ 535.000	\$ 420.000	\$ 622.500
NOI	\$ 45.000	\$ 50.000	\$ 41.000	\$ 59.000
Cap. Rate.	0,0957	0,0935	0,0976	0,0948

**Tabelle 19: Ableitung der Overall Capitalization Rate von Comparable Sales**  
Quelle: Eigene Darstellung

Nach dem vorliegenden Beispiel sollte ein Kapitalisierungszinssatz zwischen 9,35 % und 9,76 % gewählt werden. Für welchen Bereich des Spektrums sich der Sachverständige entscheidet, hängt unter anderem von den Übereinstimmungen zwischen dem Bewertungsobjekt und den Vergleichsimmobilien ab. Würde eine besondere Übereinstimmung zwischen den Objekten B und D zum Bewertungsobjekt gegeben sein, wäre der Sachverständige gut beraten, einen Zinssatz von 9,4 % anzusetzen. Sollte sich der Sachverständige aus bestimmten Gründen für den Ansatz einer über oder unter dem aus dem Markt abgeleiteten Capitalization Rate entscheiden, so bedarf dies besonderer Begründung mit Bezug auf das Marktverhalten oder besonderer Eigenschaften der Immobilie, die die Differenz erklären.

Die Ableitung aus Vergleichstransaktionen bietet eine überzeugende Grundlage für die Wertermittlung vorausgesetzt, eine Reihe von Kriterien wird erfüllt:

1. Die Daten müssen von physisch übereinstimmenden Objekten aus vergleichbaren Märkten stammen.
2. Die Vergleichstransaktionen sollten auf aktuellen und zukünftigen Markterwartungen basieren.
3. Ertrag und Betriebskosten müssen einheitlich ermittelt werden

---

<sup>547</sup> Vgl. Phillips, The Appraisal of Real Estate, S. 531–533.

4. Die Vergleichstransaktionen müssen zu Marktkonditionen abgeschlossen worden sein oder entsprechender Anpassungen vorliegen.
5. Eventuell notwendige Anpassungen bei Abweichungen zwischen Vergleichs- und Bewertungsobjekt sollten separat von der Berechnung der Capitalization Rate vorgenommen und auf Marktfakten gestützt sein.

Die Kapitalisierungsrate muss analog zu ihrer Ableitung bei der Bestimmung des Immobilienwerts auf das Net Operating Income angewandt werden. In der Praxis kann dies bedeuten, dass Overall Capitalization Rates, die aus dem ersten Betriebsjahr von Immobilien abgeleitet wurden, auch beim Bewertungsobjekt auf den erwarteten NOI des ersten Betriebsjahrs nach Kauf anzuwenden sind.<sup>548</sup>

Im Fall, dass keine Transaktionen von Objekten vorliegen, die hinreichend mit der zu bewertenden Liegenschaft übereinstimmen, jedoch verlässliche Transaktions- und Rohertragsdaten vorliegen, ist eine Ableitung der Capitalization Rate von Effective Gross Income Multipliers in Verbindung mit einer „Net Income Ratio“ (NIR) möglich. Die Net Income Ratio ist das Gegenstück zur „Operating Expense Ratio“ (OER). Die mathematische Beziehung ist: NIR = 1 – OER.

Die Net Income Ratio drückt das Verhältnis von Effective Gross Income zu Net Operating Income aus. Obwohl das Effective Gross Income auf Monatsbasis angesetzt werden kann, wird in der Regel auf ganze Jahre gerechnet, sofern nicht besondere Umstände vorliegen. Monatserträge werden für gewöhnlich nur bei Ein- und Mehrfamilienimmobilien verwendet. Die Formel für die Ableitung der Overall Capitalization Rate über Net Income Ratio und Effective Gross Income Multiplier lautet:

$$R_0 = \frac{NIR}{EGIM}$$

Zurückgreifend auf die Daten aus Tabelle 19 kann nun die Anwendung des EGIM demonstriert werden. Anstatt des Net Operating Income für Objekt A reichen Kenntnis des Effective Gross Income und der Net Income Ratio für die Berechnung der Kapitalisierungsrate aus:

---

<sup>548</sup> Vgl. Phillips, The Appraisal of Real Estate, S. 532.

Effective Gross Income: \$ 95.000

Net Income Ratio: 47,37 %

EGIM: \$ 470.000 / \$ 95.000 = 4,9474

$$R_0 = \frac{0,4737}{4,9474} = 0,0957 \text{ bzw. } 9,57 \%$$

Die entsprechende Kalkulation kann für alle Vergleichsobjekte vorgenommen werden, um ein Spektrum für die Overall Capitalization Rate zu erhalten.<sup>549</sup>

Bei der Ableitung mit Hilfe des Band of Investment kommt ein Kapitalkostenansatz zum tragen. Der Ausgangspunkt ist die Beobachtung, dass die meisten Liegenschaften mit einer Mischung aus Eigen- und Fremdkapital finanziert werden. Die Overall Capitalization Rate muss die Verzinsungsanforderungen beider Finanzpositionen befriedigen können. Fremdkapitalgeber erwarten eine dem eingegangenen Risiko entsprechende Vergütung, ohne die keine Finanzmittel zur Verfügung gestellt werden. Gleiches gilt für die Eigenkapitalgeber, die eine risikoadäquate Rendite für ihr eingesetztes Kapital verlangen.

Die Kapitalisierungsrate ergibt sich als gewichteter Durchschnitt der „Mortgage Capitalization Rate“, die sich aus der Division der jährlichen Fremdkapitaldienste durch den anfänglichen Hypothekbetrag ergibt, und der aus dem Markt abgeleiteten „Equity Capitalization Rate“ des Eigenkapitals. Die Vorgehensweise kann am Beispiel demonstriert werden.<sup>550</sup>

Fremdfinanzierung: 75 %, Zins: 10 %, 25-jährige Amortisation,  
Mortgage Capitalization Rate: 0,1090

Equity Capitalization Rate: 6,5 % (abgeleitet aus Marktdaten)

$$R_0 = (0,75 \times 0,1090) + (0,25 \times 0,0650) = 0,0981 \text{ bzw. } 9,81\%$$

Diese Form der Ermittlung einer Overall Capitalization Rate sollte nur vorsichtig eingesetzt werden. Nur wenn hinreichend Marktdaten für die Bestimmung der Equity Capitalization Rate vorliegen und Eigenkapitalverzinsung das primäre Immobilieninvestmentmotiv im Markt ist, besitzt das Ergebnis Aussagekraft. Wenn jedoch hinreichend Marktdaten vorhanden sind, kann in der Regel auch eine direkte Bestimmung der Kapitalisierungsrate vorgenommen werden.<sup>551</sup>

---

<sup>549</sup> Vgl. Phillips, The Appraisal of Real Estate, S. 534.

<sup>550</sup> Vgl. Ramsett, Yield Capitalization for Market Analysis, S. 399.

<sup>551</sup> Vgl. Phillips, The Appraisal of Real Estate, S. 534–537.

#### 4.3.3.1.7 Yield Capitalization/Discounted Cashflow

Die „Yield Capitalization“ ist die zweite fundamentale Methode im Rahmen des Income Approach. Die Yield Capitalization beinhaltet mehrere Techniken für die Umwandlung einer Reihe von zukünftigen Zahlungen in ein Werturteil. Für diesen Prozess muss eine adäquate Yield, die vom Sachverständigen aus Marktdaten und den Erwartungen typischer Investoren abgeleitet wurde, verwendet werden. Im Fall, dass ein Investment Value bestimmt werden soll, muss die Yield wiederum die individuellen Anforderungen des Investors abbilden, welche von denen typischer Anleger abweichen können. Alternativ wird auch die Bezeichnung Discounted-Cashflow-Analyse verwendet.<sup>552</sup>

Die Yield Capitalization lässt sich in vier Schritte unterteilen:<sup>553</sup>

1. Festlegung des passenden Betrachtungszeitraums
2. Prognose aller zukünftigen Cashflows (inklusive Veräußerungserlös)
3. Bestimmung eines marktgerechten Diskontierungszinssatzes
4. Ermittlung des Kapitalwerts der Zahlungsreihe mittels Diskontierung zum Bewertungsstichtag

Der typische Betrachtungszeitraum beträgt zehn Jahre ab dem Stichtag der Wertermittlung mit einer unterstellten Veräußerung der Immobilie am Ende des Betrachtungszeitraums. Der Veräußerungserlös wird als „Terminal Value“ bezeichnet und wird in der Regel durch Anwendung einer Capitalization Rate auf das geschätzte Net Operating Income der elften Periode ermittelt.<sup>554</sup>

Im nächsten Schritt muss eine detaillierte Prognose der Erträge und Aufwendungen des Bewertungsobjekts für den Betrachtungszeitraum erstellt werden. Eine akkurate Prognose stellt den Schlüssel zu einer genauen Wertermittlung dar, da die zukünftigen Überschüsse sich direkt im Wert niederschlagen. Bei der Prognose werden üblicherweise fünf Schritte unternommen:<sup>555</sup>

1. Die Mieten werden katalogisiert. Die Market Rent wird für leer stehende Flächen und auslaufende Mietverträge ermittelt.
2. Eventuelle weitere Ertragsquellen der Immobilie werden erfasst.

---

<sup>552</sup> Vgl. Fisher/Martin, Income Property Valuation, S. 145f.

<sup>553</sup> Vgl. Phillips, The Appraisal of Real Estate, S. 549.

<sup>554</sup> Vgl. Gelbtuch, The United States, S. 11.

<sup>555</sup> Vgl. Gelbtuch, The United States, S. 12.

3. Der Rohertrag wird um Beträge für Mietausfälle, Mieterwechsel und unerwarteten Leerstand reduziert.
4. Die Entwicklung der Betriebskosten wird prognostiziert.
5. Kapitalbeträge für Vermietungsprovisionen, Modernisierungen usw. werden abgezogen.

Die Wahl der Diskontierungsart hängt von der Struktur der Zahlungsüberschüsse ab. Drei Szenarien sind prinzipiell möglich:

- variables Net Income
- konstantes Net Income
- steigendes/fallendes Net Income

Bei variablem Net Income muss jede Periode individuell diskontiert werden, wobei individuelle Diskontierungssätze zum Einsatz kommen können. Aus der Summe der Barwerte ergibt sich der Immobilienwert. Hierbei handelt es sich um die klassische Discounted-Cashflow-Analyse. Die DCF-Analyse muss jedoch nicht auf variables Net Income beschränkt bleiben. Sie kann grundsätzlich auch bei konstanten bzw. steigenden/fallenden Net Income verwendet werden. Mittels computergestützter Tabellenkalkulationen stellt dies keinen bedeutenden Mehraufwand dar.

Konstantes Net Income setzt einen gleich bleibenden und im Zeitablauf regelmäßig anfallenden Einkommensstrom voraus. Es lässt sich grundsätzlich in vor- und nachschüssig anfallendes konstantes Net Income unterscheiden.

Bei dem steigenden/fallenden Net Income gibt es drei Varianten. In der einfachen Form handelt es sich um gestufte Veränderungen, wie sie oft in Mietverträgen mit fest vereinbarten Mieterhöhungen vorkommen. Weiterhin gibt es das linear steigende/sinkende Net Income, bei denen das Net Income um einen festen Betrag wächst oder schrumpft. Zuletzt gibt es exponentiell steigendes/sinkendes Net Income, bei dem die Änderung einem festen Prozentsatz entspricht.<sup>556</sup>

Die Reversion – der hypothetische Veräußerungserlös der Liegenschaft am Ende des Betrachtungszeitraums – hat für den Immobilienwert ein besonderes Gewicht, da er, je nach Länge des Betrachtungszeitraums, mehr als die Hälfte des Barwerts ausmachen kann. Für die Schätzung des Veräußerungspreises der Liegenschaft stehen mehrere Optionen zur Verfügung. Die übliche Vorgehensweise ist die Verwendung einer Capitalization Rate auf das letzte prognostizierte Net Operating Income oder alternativ das

---

<sup>556</sup> Vgl. Phillips, The Appraisal of Real Estate, S. 554–556.

darauf folgende. Bei diesem Ansatz der Schätzung wird die verwendete Capitalization Rate als „Terminal“, „Coming-out“ oder „Residual Capitalization Rate“ bezeichnet. Aufgrund des höheren Gebäudealters und der mit dem Prognosezeitraum zunehmenden Unsicherheit über das Net Operating Income ist dieser Kapitalisierungszins im Allgemeinen – soweit keine Modernisierungen vorgesehen oder positive Marktentwicklungen erwartet sind – höher als die „Going-in Capitalization Rate“.<sup>557</sup>

Im Fall, dass keine variierenden Zahlungsströme vorliegen, kann für eine vereinfachte Bewertung ein „Income Model“ oder „Property Model“ verwendet werden. Mittels solcher Modelle können die anfallenden Net Incomes in einer Formel zusammengefasst werden. Während beim Income Model nur Zahlungsströme betrachtet werden, berücksichtigt ein Property Model auch die Kapitalwiedergewinnung („Return of Capital“).

Der einfachste Fall liegt bei konstantem Net Income vor. Die Kapitalisierung kann als ewige Rente erfolgen. Diese Konstellation lässt sich zudem ohne Anpassungen auf das Property Model übertragen, wenn für die Residual Capitalization Rate ein identischer Diskontierungszinssatz unterstellt wird. Bei konstant steigenden/fallenden und exponentiell wachsendem Net Income sowie Berücksichtigung der Wertentwicklung der Liegenschaft kann eine Anpassung der Barwertformeln um Wachstumsfaktoren vorgenommen werden.<sup>558</sup>

Aufgrund der Etablierung computergestützter DCF-Analysen und des begrenzten Auftretens gleichmäßiger Zahlungsstromverteilungen wird im Folgenden die DCF-Analyse in der amerikanischen Immobilienbewertung dargestellt.

Auch bei der DCF-Analyse kann die Yield-Rate von Vergleichstransaktionen abgeleitet werden. Allerdings werden hierfür ungleich mehr Daten benötigt. Neben den Transaktionsdaten wird zudem eine detaillierte Cashflow-Aufstellung benötigt. Hieraus lässt sich eine DCF-Analyse ableiten, deren einzige Unbekannte der Diskontierungsfaktor ist. Die Problemstellung lässt sich nicht im klassischen mathematischen Sinn lösen, jedoch ist eine iterative Annäherung mittels computergestützter Tabellenkalkulation möglich. Somit lassen sich aus Comparable Sales die Yield und die Terminal Capitalization Rate ermitteln, die auf das Bewertungsobjekt übertragen werden können.<sup>559</sup>

Die Vorgehensweise bei der amerikanischen DCF-Analyse kann anhand des folgenden Beispiels einer Büroimmobilie verdeutlicht werden. Die Prognose der Zahlungsströme

---

<sup>557</sup> Vgl. Fisher/Martin, *Income Property Valuation*, S. 156–158.

<sup>558</sup> Vgl. Phillips, *The Appraisal of Real Estate*, S. 559–567.

<sup>559</sup> Vgl. Phillips, *The Appraisal of Real Estate*, S. 573f; zur Diskontierung in illiquiden Märkten vgl. vgl. Gorlow/Parr, *Determining investment value in an illiquid market*, S. 24–29.

(Tabelle 20) bildet das Fundament der Wertermittlung. Dabei ist zu beachten, dass den Prognosedaten vom Sachverständigen zu begründende Annahmen unterliegen. Durch die umfassende Darstellung kann der Bewertungsadressat insbesondere einen expliziten Eindruck von der unterstellten Vermietungsentwicklung und den verbundenen Vermarktungskosten erlangen.

DCF-Analysen werden oft mit Szenarien verbunden, um den Einfluss verschiedener Umwelteinflüsse auf den Immobilienwert abzubilden. In diesem Beispiel (Tabelle 21) wird der Diskontierungszinssatz variiert, um einen Eindruck von der Sensitivität des Immobilienwerts zu erhalten. Obwohl die Ableitung eines Diskontierungszinssatzes von vergleichbaren Transaktionen – wie bereits erwähnt – grundsätzlich möglich ist, sind die notwendigen Daten schwer zu erhalten. Als Alternative kann auf veröffentlichte Diskontierungszinssätze<sup>560</sup> als Orientierungshilfe bei der Wahl zurückgegriffen werden.<sup>561</sup>

---

<sup>560</sup> Bspw. von Peter F. Korpacz & Associates, Real Estate Research Corp. und CB Commercial Real Estate Group, Inc.

<sup>561</sup> Vgl. Gelbtuch, The United States, S. 12.

**Tabelle 20: Income- und Cashflowprognose in den USA**  
**Quelle: Gelbtuch, The United States, S. 13**

<b>Beispiel Income und Cashflow für ein amerikanisches Bürogebäude</b>											
<b>Income</b>	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Base rent	\$ 2.769.742	\$ 2.902.527	\$ 2.961.726	\$ 3.026.232	\$ 3.127.480	\$ 3.202.927	\$ 3.267.502	\$ 3.292.659	\$ 2.361.683	\$ 2.557.027	\$ 3.982.228
Operating escalation	116.351	210.054	306.701	382.891	445.992	519.463	595.789	653.701	601.821	210.820	63.642
Tenant electric	204.474	216.592	225.256	234.266	243.637	253.382	263.518	268.436	250.529	223.851	298.932
<b>Potential income</b>	\$ 3.090.567	\$ 3.329.173	\$ 3.493.683	\$ 3.643.389	\$ 3.817.109	\$ 3.975.772	\$ 4.126.809	\$ 4.214.796	\$ 3.214.033	\$ 2.991.698	\$ 4.344.802
Credit loss	(92.717)	(99.875)	(104.810)	(109.302)	(114.513)	(119.273)	(123.804)	(126.444)	(96.421)	(89.751)	(130.344)
<b>Total income</b>	\$ 2.997.850	\$ 3.229.298	\$ 3.388.873	\$ 3.534.087	\$ 3.702.596	\$ 3.856.499	\$ 4.003.005	\$ 4.088.352	\$ 3.117.612	\$ 2.901.947	\$ 4.214.458
<b>Expenses</b>											
General operating	\$ 436.966	\$ 454.445	\$ 472.623	\$ 491.528	\$ 511.189	\$ 531.636	\$ 552.901	\$ 575.017	\$ 598.018	\$ 621.939	\$ 646.816
Real estate taxes	628.680	685.954	745.289	783.224	806.721	838.990	872.549	907.451	943.749	981.499	1.020.759
Utilities	216.780	225.451	234.469	243.848	253.601	263.745	274.295	285.267	296.678	308.545	320.887
Water/sewer	3.867	4.021	4.182	4.350	4.524	4.704	4.893	5.088	5.292	5.504	5.724
Management fees	44.968	48.439	50.833	53.011	55.539	57.847	60.045	61.325	46.764	43.529	63.217
<b>Total expenses</b>	\$ 1.331.261	\$ 1.418.310	\$ 1.507.396	\$ 1.575.961	\$ 1.631.574	\$ 1.696.922	\$ 1.764.683	\$ 1.834.148	\$ 1.890.501	\$ 1.961.016	\$ 2.057.403
<b>Net operating income</b>	\$ 1.666.589	\$ 1.810.988	\$ 1.881.477	\$ 1.958.126	\$ 2.071.022	\$ 2.159.577	\$ 2.238.322	\$ 2.254.204	\$ 1.227.111	\$ 940.931	\$ 2.157.055
<b>Deductions</b>											
Leasing commissions	\$ 42.429	-	-	-	-	-	-	-	\$ 87.512	\$ 78.941	\$ 65.317
Tenant alterations	75.766	-	-	-	-	-	-	-	66.123	90.507	112.152
Capital reserves	31.366	32.621	33.926	35.283	36.694	38.162	39.688	41.276	42.927	44.644	46.430
<b>Total deductions</b>	\$ 149.561	\$ 32.621	\$ 33.926	\$ 35.283	\$ 36.694	\$ 38.162	\$ 39.688	\$ 41.276	\$ 196.562	\$ 214.092	\$ 223.899
<b>Net income from operations</b>	\$ 1.517.028	\$ 1.778.367	\$ 1.847.551	\$ 1.922.843	\$ 2.034.328	\$ 2.121.415	\$ 2.198.634	\$ 2.212.928	\$ 1.030.549	\$ 726.839	\$ 1.933.156

### Valuation Analysis für ein amerikanisches Bürogebäude

Residual capitalization rate	10%
Net operating income, Period 11 (Year 2015)	\$2.157.055
Property resale @ 10% cap. rate	21.570.550
Less 3% commission	647.117
Net property resale value	\$20.923.434

Year	Annual Cash Flow	Annual Cash Flow		
		11%	11,5%	12%
2005	\$1.517.028	\$1.366.692	\$1.360.563	\$1.354.489
2006	1.778.367	1.443.363	1.430.447	1.417.703
2007	1.847.551	1.350.913	1.332.821	1.315.050
2008	1.922.843	1.266.636	1.244.069	1.222.001
2009	2.034.328	1.207.275	1.180.447	1.154.332
2010	2.121.415	1.134.195	1.104.019	1.074.775
2011	2.198.634	1.058.991	1.026.193	994.550
2012	2.212.928	960.248	926.336	893.765
2013	1.030.549	402.867	386.897	371.626
2014	726.839	255.981	244.731	234.023
Total net income from operations	\$17.390.482	\$10.447.161	\$10.236.522	\$10.032.315
Net property resale @ 10% cap. rate	20.923.434	7.368.909	7.045.053	6.736.786
Total property present value		\$17.816.070	\$17.281.575	\$16.769.101
Rounded to thousands		\$17.816.000	\$17.282.000	\$16.769.000

Tabelle 21: DCF-Analyse in den USA  
Quelle: Gelbtuch, The United States, S. 14

#### 4.3.3.2 Sales Comparison Approach

Der Sales Comparison Approach gehört zu den drei grundlegenden Ansätzen der Wertermittlung in den USA. Die Wertfindung beruht auf dem Vergleich zu kürzlich veräußerten Liegenschaften. Dem unterliegt die Prämisse, dass ein informierter Käufer nicht mehr für eine Liegenschaft zahlen wird, als er für eine alternative mit gleichem Nutzen aufbringen muss. Dieses Kalkül entspricht den ökonomischen Prinzipien von Substitution sowie Angebot und Nachfrage, im Sinn, dass die Preise vergleichbarer Liegenschaften

zum einen durch die Angebots- und Nachfragebedingungen zum Verkaufszeitpunkt zum anderen durch die Preise für Liegenschaften mit demselben Nutzen beeinflusst werden.<sup>562</sup>

Der Sales Comparison Approach wird sowohl als eigenständiger Ansatz als auch zur Plausibilisierung von anderen Ansätzen eingesetzt. Im Rahmen des Vergleichs werden die Objekte hinsichtlich Übereinstimmungen in folgenden Eigenschaften betrachtet:

- der zu bewertenden Eigentumsrechte
- der Motivation von Käufer und Verkäufer
- Finanzierungskonditionen
- Marktbedingungen zum Veräußerungszeitpunkt
- Größe
- Lage
- Beschaffenheit
- wirtschaftliche Eigenschaften, im Fall einer Ertragsimmobilie

Der Sales Comparison Approach ist grundsätzlich auf alle Immobilienarten anwendbar, sofern ausreichend aktuelle, zuverlässige Transaktionsdaten vorliegen, die Wertzusammenhänge und Markttrends abbilden. Für Immobilientypen, die auf regelmäßiger Basis veräußert werden, bietet der Sales Comparison Approach eine hinreichende Grundlage für den Market Value. Bei ausreichender Datenlage stellt dieser Ansatz den direktesten und simpelsten Weg zur Darlegung und Untermauerung eines Werturteils dar.<sup>563</sup>

Der amerikanische Sales Comparison Approach findet in fünf Schritten statt.<sup>564</sup>

1. Erhebung der vergleichbaren Transaktionen in den relevanten Märkten
2. Verifikation der Daten und Überprüfung der Transaktionen auf Marktkonformität
3. Auswahl geeigneter Vergleichseinheiten und Anfertigung einer jeweiligen Vergleichsanalyse
4. Ermittlung von Abweichungen zwischen Vergleichsobjekten und Bewertungsobjekt sowie Anpassung der Vergleichspreise um etwaige Differenzen<sup>565</sup>

---

<sup>562</sup> Vgl. Fisher/Martin, Income Property Valuation, S. 183.

<sup>563</sup> Vgl. Phillips, The Appraisal of Real Estate, S. 417–419.

<sup>564</sup> Vgl. Phillips, The Appraisal of Real Estate, S. 422.

<sup>565</sup> Alternativ können unpassende Vergleichsobjekte eliminiert werden.

## 5. Zusammenfassung der verschiedenen Wertindikationen der Vergleichsanalyse zu einer Wertaussage bzw. Wertbereich

Es stehen mehrere Quellen für die Erhebung von Vergleichstransaktionen zur Verfügung. Zu den Primärquellen zählen: Käufer und Verkäufer, Makler, öffentliche Archive, professionelle Datenbroker und andere Sachverständige. Der Sachverständige trägt die Verantwortung für die Korrektheit und Anwendbarkeit der gesammelten Daten. Hierfür ist es besonders wichtig, dass die verwendeten Daten auch kompatible Bezugsgrößen aufweisen. Da der Flächenbezug mit besonderer Häufigkeit gewählt wird, ist auf identische Flächendefinitionen bei Vergleichs- und Bewertungsobjekt zu achten. Dies ist insbesondere von Relevanz, da der Sachverständige die Flächen nicht selbst ermittelt, sondern auf veröffentlichte Daten zurückgreift, bei denen die unterliegende Definition nicht immer verfügbar oder zutreffend ist.<sup>566</sup>

Die Frage der Bezugsgröße sollte nicht von der Verfügbarkeit der Daten sondern den für Marktakteure relevanten Maßstäbe beantwortet werden. Ein wichtiger Aspekt ist die Abgrenzung des relevanten Markts. Mit steigendem Investitionsvolumen ist auch davon auszugehen, dass der Markt räumlich wächst. Maßgebliches Kriterium für die Vergleichbarkeit zwischen verschiedenen Märkten ist das Profil und die Motivation der Marktakteure.<sup>567</sup> Einen Überblick über die üblichen Bezugseinheiten nach Immobilientyp gibt Tabelle 22.

Property Type	Typical Units of Comparison
Single-family residential property	Total property price Price per square foot of gross living area
Apartment properties	Price per apartment unit (price per room or Price per square foot of gross building area)
Warehouses	Price per square foot of gross building area Price per cubic foot of gross building area
Factories	Price per square foot of gross building area Price per machine unit
Office properties	Price per square foot of gross building area Price per square foot of net rentable area Price per square foot of usable area
Hotels and motels	Price per guest room
Vacant land	Price per front foot Price per square foot Price per acre

**Tabelle 22: Typische Bezugseinheiten**  
**Quelle:** Phillips, The Appraisal of Real Estate, S. 424

<sup>566</sup> Vgl. Gelbtuch, The United States, S. 16.

<sup>567</sup> Vgl. Fisher/Martin, Income Property Valuation, S. 184.

In der Praxis zeigt sich oft, dass die Vergleichsobjekte in einem oder mehreren Aspekten nicht mit der zu bewertenden Liegenschaft übereinstimmen. Es gibt mehrere Möglichkeiten kompensierende Anpassungen vorzunehmen. Hierzu zählen:

- prozentuale Anpassung
- direkte Wertanpassung
- qualitative Analyse
- statistische Analyse

Bei der prozentualen und der direkten Wertanpassung handelt es sich um quantitative Korrekturen, die die relativen Unterschiede zwischen Vergleichs- und Bewertungsobjekt kompensieren. Der Großteil der Abweichungen, die Eigentumsrechte, Zahlungskonditionen sowie technische und ökonomische Defizite betreffen, wird durch einen Abschlagsbetrag berücksichtigt, während Lage und physische Eigenschaften typischerweise prozentual erfasst werden. Qualitative Anpassungen werden in der Regel nur vorgenommen, wenn quantitative Anpassungen zu groß ausfallen. Die Methoden des Sachverständigen sollten sich an den Belangen und Aktivitäten typischer Investoren im betrachteten Markt orientieren.

Da Anpassungen immer einen subjektiven Charakter haben, ist bei einem eingeschränkten Angebot von übereinstimmenden Vergleichsobjekten von einer eingeschränkten Aussagekraft des Ansatzes auszugehen.<sup>568</sup>

Bei der Zusammenfassung der Wertermittlung sollten die Wertindikationen mit der Stichhaltigkeit der jeweils unterliegenden Daten gewichtet werden, um zu einen zuverlässigen aggregierten Werturteil zu kommen. Weiterhin sollte erläutert werden, in welchem Umfang und aus welchem Grund Anpassungen vorgenommen wurden bzw. dargelegt werden warum Anpassungen nicht notwendig waren. Weiterhin sollte bei divergierenden Ergebnissen bei Verwendung mehrerer Bezugseinheiten die Gewichtung im Endergebnis begründet werden.<sup>569</sup>

Im Folgenden wird die Vorgehensweise an einem Beispiel demonstriert.<sup>570</sup> Bewertungsobjekt ist eine Büroimmobilie, die zum 1.1.2005 zu bewerten ist. Die Daten der Immobilie sind wie folgt:

---

<sup>568</sup> Vgl. Fisher/Martin, Income Property Valuation, S. 188.

<sup>569</sup> Vgl. Fisher/Martin, Income Property Valuation, S. 428.

<sup>570</sup> Das Beispiel wurde mit Änderungen entnommen aus: Fisher/Martin, Income Property Valuation, S. 189–195.

<b>Beispieldaten Büroimmobilie</b>		
Gross building area	24.000	SF
Net building area	20.000	SF
Market rent/SF net	\$ 15	SF
Market expenses/SF	\$ 4,10	
Market vacancy	6 %	
Age of building	new	

**Tabelle 23: Beispiel Comparable Sales Approach**

Es stehen drei Vergleichsobjekte zur Verfügung mit folgenden Daten:

<b>Comparable Office Building Sales</b>			
Property Number	1	2	3
Date of Sale	5/04	10/04	12/04
Age (years)	1	4	3
Sales Price	\$ 2.675.000	\$ 4.200.000	\$ 1.750.000
Property Rights Purchased	Fee Simple	Fee Simple	Leased Fee
Site Area (SF)	74.300 *	84.000	35.000
Gross Building Area (SF)	26.500	46.200	22.300
Net Building Area (SF)	22.200	40.150	18.300
Potential Gross Income	\$ 344.000	\$ 592.000	\$ 227.000
Vacancy/Credit Loss	5 %	6 %	0 %
Effective Gross Income	326.800	556.500	227.000
Operating Expenses	99.000	172.500	72.000
Net Operating Income	227.800	384.000	155.000
Loan Amount	\$ 2.000.000	\$ 2.750.000	\$ 1.400.000
Interest Rate	9,75 %	8,75 % **	9,50 %

\*Contains 28.000 square feet or \$ 200.000 of excess land.

\*\*Market interest rate was 9,75 % at date of sale.

**Tabelle 24: Vergleichsobjekte**

Hieraus ergeben sich folgende Kennziffern:

<b>Ratio Extraction - No Adjustments</b>			
Property Number	1	2	3
Price/SF Gross Area	\$ 100,94	\$ 90,91	\$ 78,48
Price/SF Net Area	\$ 120,50	\$ 104,61	\$ 95,63
Building Efficiency Ratio	83,8 %	86,9 %	82,1 %
PGIM	7,78	7,09	7,71
EGIM	8,19	7,55	7,71
Expense Ratio	30,3 %	31,0 %	31,7 %
Expense/SF Gross Area	\$ 3,74	\$ 3,73	\$ 3,23
Overall Rate	8,52 %	9,14 %	8,86 %
Rent/SF Gross Area	\$ 12,98	\$ 12,81	\$ 10,18
Rent/SF Net Area	\$ 15,50	\$ 14,74	\$ 12,40
Floor Area Ratio	35,7 %	55,0 %	63,7 %

**Tabelle 25: Kennziffern Comparable Sales**

Die vorliegenden Daten müssen im nächsten Schritt um Abweichungen bezüglich der Eigentumsrechte, Finanzierung und überschüssigem Land korrigiert werden.

<b>Sale Price Adjustment Chart</b>			
Property Number	1	2	3
Sales Price	\$ 2.675.000	\$ 4.200.000	\$ 1.750.000
Property Rights Appraised	0	0	200.000 *
Excess Land Adjusted	-200.000	0	0
Financing Adjustment	0	-215.000	0
ADJ Price (Fee Simple)	\$ 2.475.000	\$ 3.985.000	\$ 1.950.000
Potential Gross Income	\$ 344.000	\$ 592.000	\$ 265.350 **
Vacancy	5 %	6 %	6 %
Effective Gross Income	326.800	556.500	249.429
Operating Expenses	99.000	172.500	78.000
Net Operating Income	\$ 227.800	\$ 384.000	\$ 171.429

\*Market equivalency adjustment.

\*\*Potential gross income and expense based on market.

**Tabelle 26: Anpassungen der Vergleichsobjekte**

Mit den Korrekturen ergeben sich neue Kennziffern.

<b>Ratio Extraction - After Adjustments</b>			
	1	2	3
Property Number	1	2	3
Price/SF Gross Area	\$ 93,40	\$ 86,26	\$ 87,44
Price/SF Net Area	\$ 111,49	\$ 99,25	\$ 106,56
Building Efficiency Ratio	83,8 %	86,9 %	82,1 %
PGIM	7,19	6,73	7,35
EGIM	7,57	7,16	7,82
Expense Ratio	30,3 %	31,0 %	31,3 %
Expense/SF Gross Area	\$ 3,74	\$ 3,73	\$ 3,50
Overall Rate	9,20 %	9,64 %	8,79 %
Rent/SF Gross Area	\$ 12,98	\$ 12,81	\$ 11,90
Rent/SF Net Area	\$ 15,50	\$ 14,74	\$ 14,50
Floor Area Ratio	57,2 %	55,0 %	63,7 %

**Tabelle 27: Kennziffern nach Anpassung**

Zuletzt kann noch eine Anpassung der Flächenpreise vorgenommen werden.

<b>Rent Adjustment</b>			
	1	2	3
Property Number	1	2	3
Price/SF Gross Area	\$ 93,40	\$ 86,26	\$ 87,44
Market Indications	1,87	3,45	0
Adjusted Price/SF	\$ 95,27	\$ 89,71	\$ 87,44
Location	0 %	0 %	0 %
Age	1 %	4 %	3 %
Size	0 %	2 %	0 %
Quality	-5 %	-5 %	5 %
Condition	0 %	0 %	0 %
Total Adjustment	-4 %	1 %	8 %
Price/SF	\$ 91,46	\$ 90,60	\$ 94,44

**Tabelle 28: Anpassung der Flächenpreise**

Anhand der korrigierten Daten ist nun eine ganze Reihe von Wertindikatoren für die zu bewertende Immobilie bestimmbar. Dies beginnt mit der Bewertung mittels der Gross Area, die in ein Bewertung zwischen ca. \$ 90 und \$ 94 pro SF nahe legt. Dies ergibt bei der vorliegenden Immobilie einen Wert zwischen ca. \$ 2,17 Mio. und \$ 2,27 Mio. Alternativ könnte auch die Net Area verwendet werden. Überdies können auch ertragsorientierte Bezugsgrößen zum Einsatz kommen. Hier ergibt sich die natürliche Schnittstelle zur Direct Capitalization, was deren Vergleichscharakter unterstreicht.

#### 4.3.3.3 Cost Approach

Der dritte traditionelle Ansatz in der amerikanischen Wertermittlung ist der Cost Approach. Sie wird besonders bei Sonderimmobilien wie Schulen und Kirchen sowie kürzlich errichteten Immobilien ohne Wertverlust durch Alterung angewendet. Auch bei diesem Ansatz handelt es sich im Kern um einen Vergleich. Der Bewerter vergleicht die Kosten für die Entwicklung einer neuen oder einer Ersatzimmobilie mit demselben Nutzen wie das Bewertungsobjekt.<sup>571</sup>

Der Schätzwert für die Entwicklungskosten wird um Abweichungen hinsichtlich Alter, Zustand und Nutzwert korrigiert, um zu einer Wertaussage mit dem Cost Approach zu gelangen. Dieser Ansatz bildet das Marktkalkül ab, weil die Marktteilnehmer Wertvorstellungen nicht nur auf den Preisen und Mieten vergleichbarer Objekte sondern auch auf den Herstellungskosten eines neuen Gebäudes mit optimalen physischen Eigenschaften und technischem Nutzen basieren. Darüber hinaus passen potentielle Käufer ihre Zahlungsbereitschaft an die Kosten an, die sich durch die Modernisierung einer existierenden Immobilie auf den gewünschten Zustand ergeben.<sup>572</sup>

Jedoch ist der Einsatz des Cost Approach in der modernen amerikanischen Immobilienbewertung mittlerweile umstritten, was sich auf den indirekten Marktbezug und die Einsicht, dass Kosten nicht zwangsläufig in Wert übertragbar sind, zurückführen lässt.<sup>573</sup>

Bei der Anwendung des Cost Approach muss der Sachverständige zwischen zwei Kostenkonzepten unterscheiden. Einerseits die „Reproduction Cost“, im Sinn von Rekonstruktionskosten der ursprünglichen Immobilie (Replik), andererseits die „Replacement Cost“, die die neuzeitlichen Ersatzbeschaffungskosten beschreiben. Die Entscheidung, welche der beiden Grundlagen gewählt wird, wird in der Regel durch den Markt und die Bausubstanz der Immobilie vorgegeben. Bei einem kürzlich fertig gestellten Gebäude sind Reproduction und Replacement Cost weitestgehend identisch. Bei älteren Gebäuden können sich signifikante Unterschiede ergeben. Das Problem technischer Defizite entfällt beim Ansatz von Replacement Cost, da moderne und effiziente Konstruktionsweise unterstellt wird.<sup>574</sup>

---

<sup>571</sup> Vgl. Gelbtuch, The United States, S. 16.

<sup>572</sup> Vgl. Phillips, The Appraisal of Real Estate, S. 349.

<sup>573</sup> Vgl. Gelbtuch, The United States, S. 16.

<sup>574</sup> Vgl. Fisher/Martin, Income Property Valuation, S. 228.

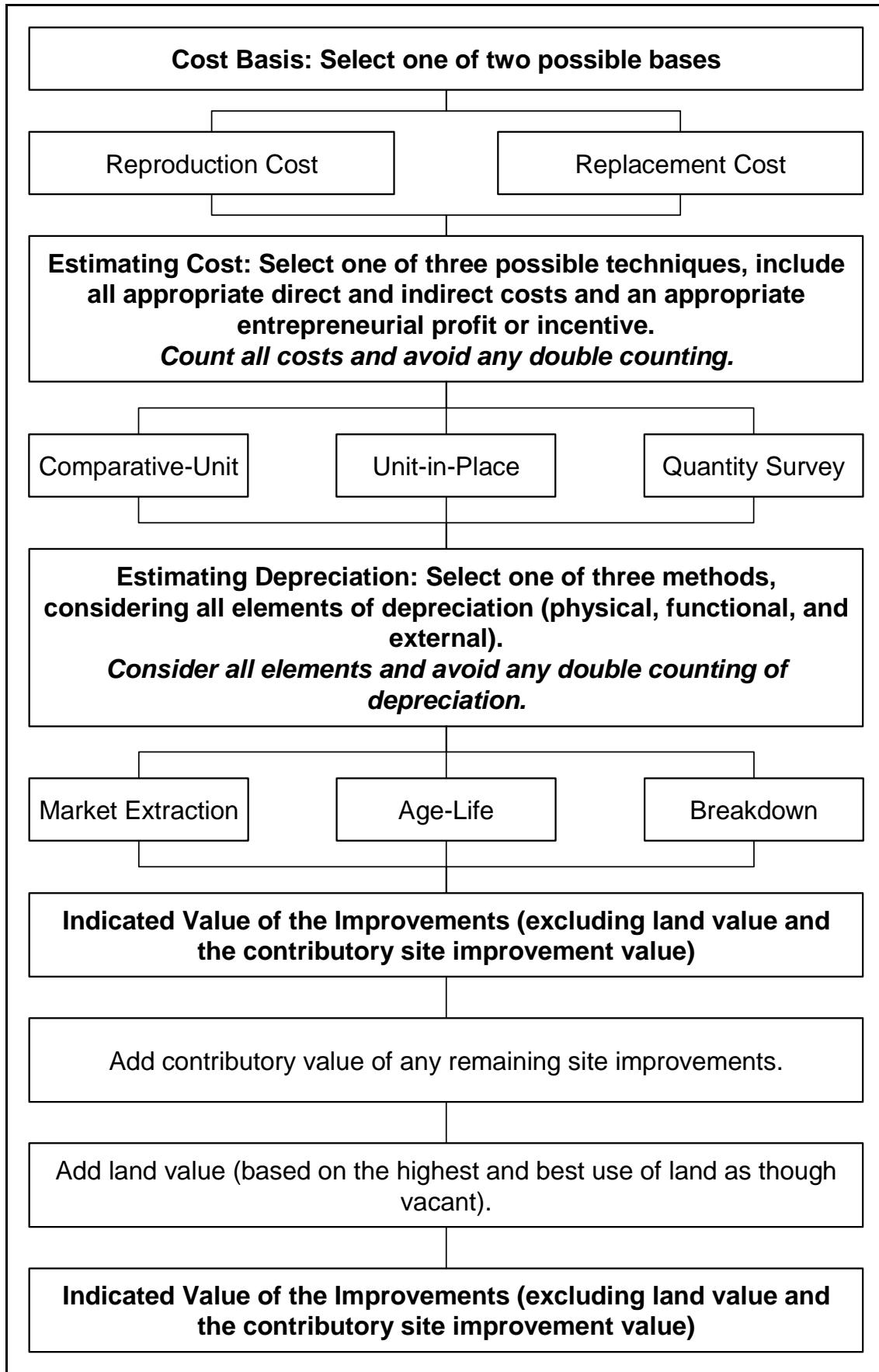


Abbildung 21: Classic Cost Approach Analysis  
 Quelle: Phillips, The Appraisal of Real Estate, S. 351

Bei der Bestimmung der Baukosten werden direkte und indirekte Kosten sowie ein marktgerechter Entwicklergewinn berücksichtigt (Tabelle 29).

Direct Costs	Indirect Costs
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Building permits</li> <li>• Materials, products and equipment</li> <li>• Labor used in construction</li> <li>• Equipment used in construction</li> <li>• Security during construction</li> <li>• Contractor's shack and temporary fencing</li> <li>• Material storage facilities</li> <li>• Power line installation and utility costs</li> <li>• Contractor's profit and overhead, including job supervision; coordination and management; worker's compensation; fire, liability and unemployment insurance</li> <li>• Performance bonds</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Architectural and engineering fees for plans, plan checks, surveys to establish building lines and grades and environmental studies</li> <li>• Appraisal, consulting, accounting and legal fees</li> <li>• The cost of carrying the investment in land and contract payments during construction*</li> <li>• All-risk insurance expense and ad valorem taxes during construction</li> <li>• The cost of carrying the investment in the property after construction is complete but before stabilization is achieved</li> <li>• Supplemental capital investment in tenant improvements and leasing commissions</li> <li>• Marketing costs, sales commissions and any applicable holding costs to achieve stabilized occupancy in a normal market</li> <li>• Administrative expenses to the developer</li> </ul>

\*If the property is financed, the points, fees or service charges and interest on construction loans are indirect costs.

**Tabelle 29: Direkte und Indirekte Kosten im Cost Approach**

Quelle: Phillips, The Appraisal of Real Estate, S. 359

Hierfür stehen dem Sachverständigen drei traditionelle Methoden zur Verfügung:

1. Comparative-unit method
2. Unit-in-place method
3. Quantity survey method

Die Comparative-Unit Method ermittelt einen pauschalen Kostenbetrag mittels der Verwendung einer Bezugseinheit, typischerweise in Square Foot oder Cubic Foot. Die Kosten pro Bezugseinheit werden aus der Kostenaufstellung fertig gestellter Immobilien in verschiedenen Kategorien extrahiert. Die Kategorien sind klar voneinander abgegrenzt und können viele Unterklassifizierungen enthalten. Die fünf Basiskategorien sind:

1. Heavy steel frame with exterior curtain walls
2. Reinforced concrete frame with exterior curtain walls
3. Reinforced concrete or masonry exterior load-bearing walls
4. Frame construction exterior load-bearing walls
5. Prefabricated metal frame

Eine moderne Büroimmobilie könnte in jeder der genannten Kategorien erstellt werden. Neben der Konstruktionsweise haben die Qualität der Ausführung und des Materials Einfluss auf die Kosten pro Einheit. Daher muss der Sachverständige in der Lage sein, die Bauqualität einzuschätzen.

Die Unit-in-Place Method verwendet Kosteninformation für die verschiedenen Gewerke des Bewertungsobjekts. Hierfür werden die verschiedenen Gewerke identifiziert und mittels Flächen-, Raum- oder Längenschlüssel Kosten zugeordnet.

Bei der Quantity Survey Method handelt es sich um die genaueste Form der Kostenschätzung. Jede einzelne Baukomponente wird identifiziert und ihre Kosten werden geschätzt. Hierfür werden sowohl Materialkosten als auch der Arbeitsaufwand detailliert veranschlagt. Die Vorgehensweise ist somit mit der Erstellung eines Kostenvoranschlags vergleichbar. Nachdem alle Einzelkosten ermittelt wurden, wird der Entwicklergewinn hinzugerechnet. Aufgrund des hohen Aufwands und des nötigen Detailwissens wird diese Methode von Sachverständigen selten eingesetzt.<sup>575</sup>

Im nächsten Schritt wird die Alterswertminderung der Immobilie bestimmt, damit sie von den Wiederherstellungskosten abgezogen werden können. Die Höhe der Alterwertminderung kann mittels einer oder mehrerer der drei fundamentalen Methoden bestimmt werden:

1. Market extraction method
2. Age-life method
3. Breakdown method

Die Market Extraction Method stellt den zuverlässigsten Ansatz für die Schätzung der Alterswertminderung dar, sofern eine ausreichende Anzahl vergleichbarer Transaktionen zur Verfügung steht, aus denen die Wertminderung abgeleitet werden kann. Es wird ein direkter Vergleich mit Markttransaktionen vorgenommen und die Methode ist sowohl

---

<sup>575</sup> Vgl. Fisher/Martin, Income Property Valuation, S. 232f.

leicht zu beherrschen als auch zu vermitteln. Andererseits kann durch die Zusammenfassung aller Faktoren in einer Kalkulation eine Übervereinfachung der komplexen Zusammenhänge der Alterswertminderung verursacht werden. Die Methode wird vornehmlich eingesetzt, um die Gesamtwertminderung zu bestimmen, die wirtschaftliche Lebensdauer zu ermitteln und eine Überalterung abzuschätzen. Sie ist in sechs Schritte gegliedert:<sup>576</sup>

1. Ermittlung und Verifikation von Vergleichsimmobilien, die eine übereinstimmende Alterung aufweisen.
2. Bestimmung adäquater Anpassungen für abweichende Charakteristika.
3. Abzug des Grundstückwerts zum Veräußerungszeitpunkt bei den Vergleichsimmobilien, um den Gebäudewert mit Alterswertminderung zu erhalten.
4. Schätzung der Wiederherstellungskosten der Vergleichsobjekte.
5. Abzug der Gebäudewerte mit Alterswertminderung von den Wiederherstellungskosten.
6. Umwandlung der absoluten Differenz in einen Prozentsatz für die Wertminderung durch Division.

Bei vergleichbaren Gebäudealtern kann der Prozentsatz direkt auf das Bewertungsobjekt angewandt werden. Bei größeren Altersdifferenzen kann der Prozentsatz linear auf das Gebäudealter verteilt werden.

Bei der Age-Life Method schätzt der Sachverständige das effektive Alter und die wirtschaftliche Nutzungsdauer des Bewertungsobjekts. Das effektive Gebäudealter ist definiert als das Alter eines Gebäudes hinsichtlich seines aktuellen Zustands und Nutzens in Abhängigkeit seines Aufbaus, Lage und gegenwärtigen Marktbedingungen. Das effektive Alter kann das tatsächliche Gebäudealter sowohl unter- als auch übertreffen. Die wirtschaftliche Nutzungsdauer des Gebäudes ist der Zeitraum, für den der Gebäudeertrag die Bodenwertverzinsung übertrifft.<sup>577</sup>

Die Alterswertminderung ergibt sich dann als lineare Abschreibung der Wiederherstellungskosten über die wirtschaftliche Nutzungsdauer und kann mit folgender Formel bestimmt werden:

$$\frac{\text{effektives Alter}}{\text{wirtschaftliche Nutzungsdauer}} \times \text{Wiederherstellungskosten} = \text{Alterswertminderung}$$

<sup>576</sup> Vgl. Phillips, The Appraisal of Real Estate, S. 389.

<sup>577</sup> Vgl. Fisher/Martin, Income Property Valuation, S. 235.

### **Formel 2: Alterswertminderung nach Age-Life Method**

Die Breakdown Method stellt den umfassendsten Ansatz für die Bestimmung der Alterswertminderung dar. Hierfür wird die Alterswertminderung in mehrere Faktoren zerlegt. Auf der obersten Ebene wird in physische Alterung, technische und externe Faktoren der Wertminderung getrennt. Auf der zweiten Ebene werden die Faktoren in „curable“ und „incurable“ unterteilt, um die behebbaren Alterserscheinungen, deren Instandsetzungskosten die mit ihnen verbundene Wertsteigerung nicht übertreffen, von denen zu trennen, deren Beseitigung keinen wirtschaftlichen Beitrag leistet.<sup>578</sup>

Zu den verschiedenen Techniken im Rahmen der Breakdown Method zählen:<sup>579</sup>

- Schätzung der „cost to cure“, der Kosten für die Instandsetzung der behebbaren physischen Alterserscheinungen und der technischen Überalterung.
- Anwendung einer „age-life ratio“ zur Messung der behebbaren und nicht-behebbaren physischen Alterung von kurz- und langlebigen Komponenten.
- Anwendung der „functional obsolescence procedure“, um alle Arten der technischen Überalterung zu ermitteln.
- Analyse der „market data“, mit deren Hilfe das Ausmaß der nicht-behebbaren technischen Überalterung aufgrund von Mängeln und externen Einflüssen.
- „Capitalization of income loss“, die auch genutzt werden kann, um die nicht-behebbare technische Überalterung durch Mängel und externe Einflüsse zu bestimmen.

Zuletzt wird zu den um Alterswertminderung gekürzten Wiederbeschaffungskosten der Grundstückswert addiert, um eine Werturteil für die gesamte Liegenschaft zu erhalten.

Der Wert des Grundstücks wird Vorzugsweise mit Hilfe des Sales Comparison Approach bestimmt. Die Vorgehensweise ist hier identisch wie in Punkt 4.3.3.2 beschrieben. Nur im Fall, dass keine hinreichende Anzahl an Vergleichstransaktionen vorliegt, wird auf eine alternative Wertermittlung zurückgegriffen.<sup>580</sup>

Bei der „Extraction Method“ wird prinzipiell wie beim Sales Comparison vorgegangen, jedoch werden auch bebaute Grundstücke in den Vergleich mit einbezogen. Um einen Vergleich herzustellen, wird der um Alterswertminderung bereinigte Wiederherstellungswert vom Gesamtwert der Liegenschaft subtrahiert, was den Grundstückswert

---

<sup>578</sup> Vgl. Fisher/Martin, Income Property Valuation, S. 235f.

<sup>579</sup> Vgl. Phillips, The Appraisal of Real Estate, S. 396.

<sup>580</sup> Vgl. Fisher/Martin, Income Property Valuation, S. 214–216.

ausweist. Jedoch sollte diese Methode nur gewählt werden, wenn der Wertbeitrag der Gebäude zum Gesamtwert gering ausfällt und eindeutig zu identifizieren ist.<sup>581</sup>

Eine weitere Möglichkeit stellt der „Development Approach“ dar, der eine Ertragsorientierung für die Wertermittlung einsetzt. Der Bodenwert ergibt sich aus dem Betrag, den ein Investor unter Wahrung seiner Renditeanforderungen für das Grundstück im Rahmen einer Projektentwicklung zahlen würde. Der Bodenwert wird somit durch die Höhe der zukünftig auf ihm erzielbaren Erträge bestimmt, die mit einem marktgerechten Diskontierungsfaktor abgezinst werden. Für diesen Ansatz ist eine umfangreiche und detaillierte Prognose der Erträge und Entwicklungskosten notwendig.<sup>582</sup>

## 4.4 Der deutsche Ansatz

### 4.4.1 Übersicht

Anders als im angelsächsischen Sprachraum ist keine allgemein gebräuchliche Berufsbezeichnung für die im Bereich der Immobilienwertermittlung tätigen Personen verbreitet. Die übliche Bezeichnung als Sachverständiger für die Bewertung unbebauter und bebauter Grundstücke steht unter keinem besonderen Schutz und erfordert keine Qualifizierung, obwohl der Begriff prinzipiell nur Personen vorbehalten sein sollte, die sich „als haupt- oder nebenberuflich tätige Fachleute durch besondere und überdurchschnittliche Fachkenntnisse und Fähigkeiten auszeichnen und in dieser Eigenschaft für Gerichte, Behörden und Privatpersonen Gutachten zu bestimmten Problemen erstatten oder allgemein Unkundigen eine eigene Urteilsbildung ermöglichen.“<sup>583</sup>

Der Mangel an einem einheitlichen Berufsbild führt auch dazu, dass für unterschiedliche Bewertungsanlässe verschiedene Gruppen von Sachverständigen herangezogen werden. Bewertungen im Rahmen von Kreditvergaben werden beispielsweise in der Regel von bankinternen Gutachtern durchgeführt, während bei Erbauseinandersetzungen und Scheidungen häufig öffentlich bestellte und vereidigte Sachverständige mit der Wertermittlung beauftragt werden.<sup>584</sup>

Eine eindeutige Definition des Begriffs „Sachverständiger“ gibt es nicht, sie ist gesetzlich nicht geschützt. Die Bundesregierung und der Bundes-Länder-Ausschuss „Gewerberecht“

<sup>581</sup> Vgl. Phillips, The Appraisal of Real Estate, S. 339f.

<sup>582</sup> Vgl. Fisher/Martin, Income Property Valuation, S. 217.

<sup>583</sup> Groß, Der Vertrag des Sachverständigen bei privater Gutachtentätigkeit, S. 134–137. vgl. Kleiber/Simon/Schröter, Verkehrswertermittlung von Grundstücken, S. 166f.

<sup>584</sup> Vgl. Leopoldsberger/Thomas/Naubereit, Immobilienbewertung, S. 457.

haben bislang stets ein Berufsgesetz für Sachverständige sowie ein Gesetz zum Schutz der Sachverständigen abgelehnt.

Neben der Einteilung in haupt- und nebenberufliche sowie selbst- und unselbstständige können Sachverständige zudem folgendermaßen differenziert werden:<sup>585</sup>

- freie oder auch selbst ernannte Sachverständige,
- (amtlich) anerkannte Sachverständige,
- verbandsmäßig anerkannte Sachverständige,
- gerichtlich anerkannte Sachverständige,
- berufene Sachverständige,
- qualifizierte Sachverständige,
- zugelassene Sachverständige,
- ermächtigte Sachverständige,
- verpflichtete Sachverständige,
- Chartered Surveyors,
- öffentlich bestellte Sachverständige sowie
- zertifizierte Sachverständige.

Drei Sachverständigengruppen sind in der Praxis von besonderer Relevanz. Die freien Sachverständigen stellen Personen mit dem nötigen Fachwissen dar, jedoch ohne öffentlich-rechtlichen Nachweis. Sie sind nicht an die Vorschriften der WertV und der WertR gebunden, dennoch ist die Einhaltung der Vorschriften wirtschaftlich geboten, da die WertV breite Anerkennung genießt.

Die öffentlich bestellten und vereidigten Sachverständigen sind verpflichtet eine Prüfung ihrer Sachkenntnis und persönlichen Eignung abzulegen. Darüber hinaus soll die Vereidigung eine gewissenhafte und unparteiische Pflichterfüllung sicherstellen. Auch für diese Gruppe gilt, dass kein gesetzlicher Zwang zur Einhaltung der Wertermittlungsrichtlinien vorliegt, jedoch ein grundsätzliches Interesse an deren Einhaltung gegeben ist.

Als drittes sind die Sachverständigen der Gutachterausschüsse zu nennen. Ihre rechtlichen Grundlagen finden sich in den §§ 192–194 BauGB, der WertV und den landesrechtlichen Verordnungen. Die Sachverständigen der Gutachterausschüsse sind als einzige an die Befolgung der WertV und der WertR gebunden. Die Aufgabe der Gutachterausschüs-

---

<sup>585</sup> Vgl. Kleiber/Simon/Schröter, Verkehrswertermittlung von Grundstücken, S. 169–171.

se ist, den Grundstücksmarkt für die Öffentlichkeit transparenter zu machen und somit eine marktgerechte Preisfindung zu ermöglichen. Hierfür werden unter anderem Kaufpreissammlungen eingerichtet und geführt, Bodenrichtwerte ermittelt sowie weiteres Datenmaterial bereitgestellt, wozu die Aufstellung von Liegenschaftszinssätzen und Bewirtschaftungsdaten zählen.<sup>586</sup>

Es gibt in Deutschland keine einheitliche Ausbildung zum Sachverständigen. Zurzeit wird der Großteil der Immobilienbewertungen in Deutschland von Architekten und Bauingenieuren vorgenommen. Hieraus ergibt sich, dass oft technische Aspekte in den Gutachten betont werden.<sup>587</sup>

Ein weiteres Merkmal deutscher Sachverständiger liegt in deren Fokus auf die Wertermittlung. Während in anderen Ländern Immobiliensachverständige neben der Gutachterfunktion auch als Makler und Berater tätig sind, beschränken sich ihre deutschen Kollegen auf die Erstellung von Gutachten, ohne direkt an Kauf oder Verkauf bzw. Vermietung des zu bewertenden Objekts beteiligt zu sein. In dieser Konstellation bleibt zwar die Unabhängigkeit des Sachverständigen weitestgehend gewahrt, jedoch birgt dies den potentiellen Nachteil, dass der Sachverständige nur bedingt aktuelle Informationen in die Wertermittlung einfließen lassen kann.<sup>588</sup>

In Deutschland gibt es zahlreiche Berufsorganisationen, in denen – neben anderen Berufen – Immobiliensachverständige zusammengeschlossen sind. Hierzu zählen unter anderem:

- Bundesverband öffentlich bestellter und vereidigter Sachverständiger e.V. (BVS)
- Bundesverband der Immobilien-Investment-Sachverständigen e.V. (BIIS)
- Bund der öffentlich bestellten Vermessungsingenieure (BDVI)
- Bundesverband deutscher Grundstücks-Sachverständiger (BDGS)
- Deutscher Verein für Vermessungswesen (DVW)
- Immobilienverband Deutschland Bundesverband e.V. (IVD)
- RICS Deutschland e.V.

Die Etablierung der Royal Institution of Chartered Surveyors verdeutlicht die wachsende Internationalisierung des deutschen Immobilienmarkts und begleitet den Markteintritt globaler Immobilieninvestoren in den deutschen Raum.

---

<sup>586</sup> Vgl. Schulte, Rechtsordnung und Immobilienökonomie, S. 8f.

<sup>587</sup> Vgl. Schulz-Kleeßen, Entwicklung der Immobilienbewertung in Deutschland, S. 11.

<sup>588</sup> Vgl. Leopoldsberger/Thomas/Naubereit, Immobilienbewertung, S. 456f.

#### 4.4.2 Wertbegriffe

In Deutschland stehen vier unterschiedliche Wertbegriffe im Zentrum der Immobilienbewertung:

- der Verkehrswert
- der Beleihungswert
- der Versicherungswert
- der steuerlicher Grundbesitzwert

Eine zentrale Rolle fällt dem Verkehrswert zu, der im Folgenden erläutert wird.

##### 4.4.2.1 Verkehrswert

Der Verkehrswert des Grundstücks hat außerordentliche Bedeutung für das Wirtschafts- und Rechtsleben. Der Verkehrswert ist in der Regel auch dann gemeint, wenn „im Sprachgebrauch vom ‚Grundstückswert‘, vom ‚wahren‘, ‚wirklichen‘ oder vom ‚inneren‘ Wert gesprochen wird“<sup>589</sup>.

Er wird wie folgt in § 194 BauGB definiert:

„Der Verkehrswert wird durch den Preis bestimmt, der in dem Zeitpunkt, auf den sich die Ermittlung bezieht, im gewöhnlichen Geschäftsverkehr nach den rechtlichen Gegebenheiten und tatsächlichen Eigenschaften, der sonstigen Beschaffenheit und der Lage des Grundstücks oder des sonstigen Gegenstands der Wertermittlung ohne Rücksicht auf ungewöhnliche oder persönliche Verhältnisse zu erzielen wäre.“

Der Begriff des Verkehrswerts beruht auf mehreren Fiktionen, da er den Wert frei von subjektiver Betrachtungsweise allein an den objektiven Merkmalen eines Grundstücks verankert.<sup>590</sup> Der Verkehrswert bemisst sich dabei nach folgenden normativen Vorgaben:<sup>591</sup>

- Der Verkehrswert bestimmt sich auf der Grundlage aller tatsächlichen und rechtlichen Eigenschaften eines Grundstücks, die für jedermann wertbeeinflussend sind.

---

<sup>589</sup> Kleiber/Simon/Schröter, Verkehrswertermittlung von Grundstücken, S. 114.

<sup>590</sup> Vgl. Leopoldsberger/Thomas/Naubereit, Immobilienbewertung, S. 460.

<sup>591</sup> Vgl. Kleiber/Simon/Schröter, Verkehrswertermittlung von Grundstücken, S. 431f.

- Der Verkehrswert bestimmt sich nach den Anschauungen des gewöhnlichen Geschäftsverkehrs ohne Rücksicht auf ungewöhnliche oder persönliche Verhältnisse.
- Der Verkehrswert bestimmt sich nach den allgemeinen Wertverhältnissen, die zu dem Zeitpunkt, auf den sich die Verkehrswertermittlung bezieht, auf dem Grundstücksmarkt vorherrschen. Der Verkehrswert ist eine zeitabhängige Größe, die nur zum Wertermittlungsstichtag Gültigkeit hat, da zum einen der Zustand des Grundstücks hinsichtlich der tatsächlichen und rechtlichen Eigenschaften und zum anderen die Lage auf dem Grundstücksmarkt kontinuierlichen Änderungen unterworfen sind.

Der Verkehrswert ist nach dieser Definition als ein nach vorgegeben Normen verobjektivter Tauschwert definiert. Wobei er als – unabhängig von der gewählten Wertermittlungsmethodik – in der Synthese aller Wertmomente „im gewöhnlichen Geschäftsverkehr“ zu erzielend ermittelt wird. Als gewöhnlicher Geschäftsverkehr gilt hierbei der Handel auf einem freien Markt, wobei weder Käufer noch Verkäufer unter Zeitdruck, Zwang oder Not stehen und ausschließlich objektive Maßstäbe preisbestimmend sind.<sup>592</sup>

Zur Konkretisierung des Verkehrswertbegriffs bedürfen die einzelnen Komponenten der Definition genauerer Bestimmung:<sup>593</sup>

Der Zeitpunkt, auf den sich die Ermittlung bezieht, ist als Bewertungsstichtag anzusehen. Der Bezug auf ein Datum trägt der Veränderlichkeit des Marktes und der Eigenschaften der Liegenschaft Rechnung. Gleichzeitig werden die Auswirkungen der Einflussfaktoren auf einen Tag beschränkt.

Die Rechtsverhältnisse des Grundstücks sind in Bezug auf das Baurecht – im Sinn der baurechtlichen Nutzbarkeit (z.B. nach Baunutzungsverordnung) – zu prüfen. Gültige Bebauungspläne sind zu beachten. Weiterhin sind in diesem Zusammenhang im Grundbuch eingetragene Lasten und Beschränkungen zu berücksichtigen.

Wesentliches Merkmal der tatsächlichen Eigenschaften sind die Baugrundverhältnisse. Hierzu zählen insbesondere Belichtungs- und Witterungsverhältnisse sowie sonstige auf das Grundstück wirkende Umwelteinflüsse.

Die physikalischen Untergrundverhältnisse können als Merkmal der Beschaffenheit und Lage erneut erfasst werden, jedoch stehen hier vornehmlich die Grundstücksgröße, die

<sup>592</sup> Vgl. Kleiber/Simon/Schröter, Verkehrswertermittlung von Grundstücken, S. 115.

<sup>593</sup> Vgl. Keunecke, Immobilienbewertung, S. 38f.

Zustandsverhältnisse einer Bebauung und die Standortsituation im Kontext vergleichbarer Objekte im Zentrum.

Der Verkehrswert ist trotz einer Vielzahl verfahrensrechtlicher Wertermittlungsvorschriften und einer entwickelten Wertermittlungslehre mathematisch als Größe nicht exakt ermittelbar. Ein bedeutender Grund hierfür ist die für dem gewöhnlichen Geschäftsverkehr zugrunde liegende Streuung der auf dem Grundstücksmarkt vereinbarten Kaufpreise für Liegenschaften gleicher Qualität – auch bei Ausschluss von Ausreißern, die nicht dem gewöhnlichen Geschäftsverkehr zugerechnet werden können. Folglich ist das Element der Schätzung ein integraler Bestandteil der Verkehrwertermittlung.<sup>594</sup> Der in der Rechtsprechung bezifferte Genauigkeitsgrad liegt zwischen  $\pm 20\%$  und  $\pm 30\%$ . Im Allgemeinen kann jedoch ein Genauigkeitsgrad von  $\pm 10\%$  angenommen werden.<sup>595</sup> Um angesichts der reellen Ungenauigkeit eine Scheingenauigkeit für den Adressaten zu vermeiden, werden Verkehrswerte folglich üblicherweise auf- bzw. abgerundet.<sup>596</sup>

Der Verkehrswert ist trotz seiner Bezugnahme auf den Zeitpunkt der Wertermittlung als Zukunftserfolgswert der Liegenschaft zu interpretieren, wie es sich in den Grundlagen der Wertermittlungsverfahren widerspiegelt. Hieraus folgt auch, dass das Entwicklungspotenzial einer Immobilie als Wert bestimmendes Zustandsmerkmal in ihren Wert einfließt, da es sich um eine der Liegenschaft inhärente Eigenschaft handelt.<sup>597</sup> Somit muss bei der Verkehrwertermittlung von Grundstücken, bei denen mit der tatsächlichen Nutzung ein am Wertermittlungsstichtag vorhandenes Entwicklungspotenzial ausgeschöpft wird, die (künftige) Nutzung, die für einen verständigen Eigentümer unter Berücksichtigung der rechtlichen Möglichkeiten angezeigt ist, einbezogen werden. Die vorliegende Nutzung kann dem Entwicklungspotential unter Umständen im Weg stehen, was entsprechend zu berücksichtigen ist. Um irreellen Entwicklungsvorstellungen Einhalt zu gebieten, sind die vorhandenen und absehbaren rechtlichen und wirtschaftlichen Möglichkeiten realitätsbezogen ohne spekulative Momente anzuhalten.<sup>598</sup>

---

<sup>594</sup> Vgl. Kleiber, WertR 06, S. 9.; vgl. Archner, Wie treffsicher sind Bewertungen?, S. 4; vgl. Crosby/Layers/Murdoch, Property valuation variation and the 'margin of error' in the UK, S. 305–330.

<sup>595</sup> Zu Ausnahmen hiervon vgl. Gottschalk, Philosophia perennis des Verkehrswerts, S. 97. Durch Einflusslinien-/Einflusskurvenverfahren kann der Fehler theoretisch auf  $\sim 5\%$  reduziert werden. Vgl. Schneider, Vergleichsbewertung mittels Einflusslinien-/Einflusskurvenverfahrens zur Höhe des wahrscheinlichen Ertragswertes bei begründet unterschiedlichen Ausgangswerten, S. 297–302.

<sup>596</sup> Vgl. Leopoldsberger/Thomas/Naubereit, Immobilienbewertung, S. 461; zur Integration der Bewertungsungenauigkeit in die Wertermittlung vgl. vgl. Bagnoli/Smith, The Theory of Fuzz Logic and its Application to Real Estate Valuation, S. 169–199. Für die deutsche Wertermittlung vgl. Schneider, Am Ergebnis gescheitert, S. 60–65.

<sup>597</sup> In Analogie zum highest and best use.

<sup>598</sup> Vgl. Kleiber/Simon/Schröter, Verkehrwertermittlung von Grundstücken, S. 449–451.

Der Verkehrswert kommt neben der Information von Kaufinteressenten und potenziellen Veräußerern für eine Reihe von Zwecken zum Einsatz. Hierzu zählt beispielsweise die Funktion als Bemessungsgrundlage für durch Enteignung eintretenden Rechtsverlust nach § 85 Abs. 1 Satz 1 BauGB. Bei Zwangsversteigerungen wird nach § 74a Abs. 5 des Zwangsvollstreckungsgesetzes (ZVG) der Verkehrswert als Grundstückswert festgesetzt. Der Verkehrswert ist bei Zwangsversteigerungen unter anderem für die Sieben-Zehntel- bzw. Fünf-Zehntel-Grenze von Bedeutung, bei der eine Versagung des Zuschlags beantragt werden kann oder von Amtswegen der Zuschlag versagt wird.

Der Verkehrswert spielt bei offenen Immobilienfonds eine wichtige Rolle. Sie sind nach § 79 des Investmentgesetz (InvG) dazu verpflichtet für Bestandsobjekte jährlich den Verkehrswert zu ermitteln. Die jährliche Bewertung dient als Grundlage der Wertermittlung der Fondsanteile und ermöglicht somit die Bestimmung des Ausgabe- bzw. Rücknahmepreises der Anteilsscheine. Das InvG regelt darüber hinaus, dass die Sondervermögen nach § 67 Abs. 3 InvG vor Erwerb neuer Objekte sowie nach § 82 Abs. 1 InvG vor Veräußerung von Bestandsobjekten Verkehrswertermittlungen vorgenommen werden müssen, da ein Erwerb nur zu einem Preis entsprechend des Verkehrswerts oder leicht oberhalb zugelassen ist. Entsprechend darf bei einer Veräußerung der Erlös den Verkehrswert nicht oder nur geringfügig unterschreiten.

Zu den weiteren Anwendungsbereichen zählen Versicherungsgesellschaften, das Haushaltsrecht, Bergrecht sowie Flurbereinigungsverfahren.<sup>599</sup>

#### 4.4.2.2 Beleihungswert

Der Beleihungswert ist gesetzlich nicht definiert, er wird vom Verkehrswert bzw. vom Verkaufswert abgeleitet.<sup>600</sup> Der Verkaufswert ist in § 12 Abs. 1 des Hypothekenbankgesetz (HBG) wie folgt definiert:

„Der bei der Beleihung angenommene Wert des Grundstücks darf den durch sorgfältige Ermittlung festgestellten Verkaufswert nicht übersteigen. Bei der Feststellung dieses Wertes sind nur die dauernden Eigenschaften des Grundstücks und der Ertrag zu berücksichtigen, welchen das Grundstück bei ordnungsgemäßer Wirtschaft jedem Besitzer nachhaltig gewähren kann.“

Der Beleihungswert darf den Verkehrswert einer Immobilie grundsätzlich nicht überschreiten. Der Beleihungswert orientiert sich an den dauernden Eigenschaften und der

<sup>599</sup> Vgl. Leopoldsberger/Thomas/Naubereit, Immobilienbewertung, S. 461 f.

<sup>600</sup> Vgl. Kleiber/Simon/Schröter, Verkehrswertermittlung von Grundstücken, S. 98.

Nachhaltigkeit der Erträge der Liegenschaft. Hintergrund dieser Vorgehensweise ist das Ziel, dass der Beleihungswert selbst unter ungünstigen Verhältnissen auf dem Grundstücksmarkt im freihändigen Verkauf mindestens realisiert werden kann. In diesem Sinn wird

- die Mitbewertung von Luxusausstattungen,
- die Berücksichtigung nicht allgemein als honorierbar geltender Sonderbauteile und
- der Ansatz überhöhter Baulandpreise sowie von Höchstmieten

bei der Bewertung vermieden.<sup>601</sup>

Es ist Aufgabe der Hypothekenbanken spezifische Anweisungen über die Beleihungswertermittlung zu erlassen, die von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zu genehmigen sind. Die Anweisungen enthalten Begriffsbestimmungen, Wertermittlungsgrundsätze und -methoden sowie Detailregelungen. Zwischen der Methodik der Verkehrswert- und der Beleihungswertermittlung bestehen keine signifikanten Unterschiede.<sup>602</sup>

Seit Erlass der WertV im Jahr 1961 besteht in der Literatur zur Beleihungswertermittlung Uneinigkeit darüber, ob die Kreditinstitute den nach der WertV ermittelten Grundstückswert zum Ableitung des Beleihungswerts heranziehen bzw. in Ausnahmefällen – bei Objekten mit geringem Ausfallsrisiko – den Verkehrswert als Beleihungswert festsetzen können. Insbesondere die höherwertigen Objekte erfahren durch den Beleihungswert eine Benachteiligung, während bei risikobehafteten Objekten der Beleihungswert sogar über dem Verkehrswert liegen könnte.<sup>603</sup>

Im Kern der Auseinandersetzung stehen die Stichtagsbezogenheit des Verkehrswerts und die Nachhaltigkeit des Beleihungswerts. Bei genauerer Betrachtung lässt sich jedoch auch bei der Ermittlung des Verkehrswerts eine Orientierung an den nachhaltigen Eigenschaften der Immobilie erkennen, während langfristige Prognosen für den Beleihungswert nicht zuverlässiger ausfallen können.<sup>604</sup>

---

<sup>601</sup> Vgl. Stannigel, Beleihungswert und Beleihungsgrenze von Immobilien im Blickfeld des Kreditprüfers, S. 244f.

<sup>602</sup> Vgl. Leopoldsberger/Thomas/Naubereit, Immobilienbewertung, S. 463. Insbesondere müssen identische Zukunftserwartungen gelten. Vgl. Werth, Vom Verkehrswert unabhängige Beleihungswerte im Blickfeld der Europäischen Union, S. 262.

<sup>603</sup> Vgl. Hammel, Die Bedeutung des Verkehrswerts für Hypothekenbanken, S. 39.

<sup>604</sup> Vgl. Kleiber/Simon/Weyers, Verkehrswertermittlung von Grundstücken, S. 2405. Auch im Sinne einer internationalen Harmonisierung stellt sich die Frage einer fortgesetzten eigenständigen Rolle des Beleihungswerts. Jedoch gibt es auch Stimmen, die eine internationale Etablierung des Beleihungswerts fordern. Vgl. Bienert, Zum Beleihungswertbegriff, S. 348.

#### 4.4.2.3 Versicherungswert

Der Versicherungswert kommt bei der Versicherung von baulichen Anlagen gegen Feuer-, Leitungswasser- und Sturmschäden zur Anwendung. Der Versicherungswert bezieht sich in der Regel nur auf den Gebäudewert, da Grund und Boden als unzerstörbar gelten. Der Versicherungswert wird in §9 Nr.1 der Allgemeinen Wohngebäude-Versicherungsbedingungen (VGB 2000 - Wert 1914):

„Versichert ist der ortsübliche Neubauwert der im Versicherungsschein bezeichneten Gebäude entsprechend seiner Größe und Ausstattung sowie seines Ausbaus ausgedrückt in den Preisen des Jahres 1914 (Versicherungswert 1914). Hierzu gehören auch Architektengebühren sowie sonstige Konstruktions- und Planungskosten.“

Der Leistungsumfang der Versicherung im Schadensfall hängt vom gewählten Versicherungswert ab. Es wird in folgenden Typen unterschieden:

- Neuwertversicherung
- gleitende Neuwertversicherung
- Zeitwertversicherung
- Versicherung zum gemeinen Wert

Die Neuwertsversicherung besichert den ortsüblichen Neubauwert, der im Wesentlichen durch den Sachwert des Gebäudes bemessen wird. Jedoch ist zu berücksichtigen, dass die Ermittlung des Sachwerts im Versicherungswesen von der Sachwertermittlung nach der WertV abweicht.<sup>605</sup>

Beim Neuwert muss jedoch die Entwicklung der Neubaukosten im Zeitablauf verfolgt werden, um die Versicherungssumme entsprechend anpassen zu können. Somit kann verhindert werden, dass im Schadensfall eine Unterversicherung der Immobilie vorliegt. Die gleitenden Neuwertversicherung beugt dieser Eventualität durch eine automatische und kontinuierliche Anpassung an die Schwankungen in den Preis- und Wertverhältnissen an. Trotzdem kann es auch hier zur Unterversicherung kommen, sofern die Versicherungssumme unter dem Versicherungswert liegt. Diese beiden Formen des Versicherungswerts werden vornehmlich für die Versicherung von Wohn- und Geschäftshäusern eingesetzt.

Bei der Versicherung von Gebäuden, die nicht zu Wohnzwecken genutzt werden, wie es beispielsweise bei landwirtschaftlicher Nutzung der Fall ist, kommt die Zeitwert-

---

<sup>605</sup> Vgl. Kleiber/Simon/Schröter, Verkehrswertermittlung von Grundstücken, S. 112.

versicherung in Betracht. Hierbei wird vom Neubauwert der baulichen Anlagen die wirtschaftliche Abnutzung abgezogen, um zum Versicherungswert zu gelangen. Alternativ kann der gemeine Wert als Versicherungsbetrag gewählt werden, der den durch Versicherungsnehmer erzielbaren Verkaufspreis des Grundstücks darstellt.<sup>606</sup>

#### 4.4.2.4 Steuerlicher Grundbesitzwert

Der Einheitswert wurde als Bemessungsgrundlage für die Erbschaft- und Schenkungssteuer am 1. Januar 1996 und als Bemessungsgrundlage für die Grunderwerbsteuer am 1. Januar 1997 durch den steuerlichen Grundbesitzwert abgelöst. Mit dem Wechsel wurden neue Vorschriften für die Ermittlung durch den Gesetzgeber eingeführt. Aufgrund des Umstands, dass die Bewertung nur im Bedarfsfall vorgenommen wird, wurde der Begriff Bedarfsbewertung geprägt.

Grundsätzlich unterscheidet das für die Bedarfsbewertung maßgebliche Bewertungsgesetz (BewG) zwischen land- und forstwirtschaftliches Vermögen und Grundvermögen. Die Bedarfsbewertung des immobilienökonomisch relevanten Grundvermögens wird im Weiteren erläutert.<sup>607</sup>

Prinzipiell kann bei der Ermittlung des steuerlichen Grundbesitzwerts des Grundvermögens in unbebaute und bebaute Grundstücke unterschieden werden. Aus dieser Zuordnung lässt sich das weitere Vorgehen ableiten. Hierbei ist zu berücksichtigen, unter welchen Bedingungen ein Grundstück als unbebaut gilt. Ein Grundstück ist als unbebaut anzusehen, wenn sich auf ihm keine benutzbaren Gebäude befinden oder zur Nutzung vorgesehene Gebäude sich im Bau befinden. Die Benutzbarkeit beginnt nach § 145 Abs. 1 BewG im Zeitpunkt der Bezugsfertigkeit.<sup>608</sup>

Der Wert eines unbebauten Grundstücks bestimmt sich aus der Fläche des Grundstücks und den für das Grundstück maßgeblichen um 20 v.H. reduzierten Bodenrichtwert:

$$\text{Grundbesitzwert} = \text{Bodenrichtwert/qm} \times 80\% \times \text{Fläche des Grundstücks in m}^2$$

Die Bodenrichtwerte der Gutachterausschüsse müssen für Zwecke der Bedarfsbewertung nicht nur in hinreichender Dichte vorliegen, sondern auch zum Stichtag 1.1.1996, da bei der Bedarfsbewertung stets die Wertverhältnisse zum 1.1.1996 maßgebend sind. Für die korrekte Bedarfswertermittlung muss das zu bewertende Grundstück mit den typischen Merkmalen des Bodenrichtwertgrundstücks übereinstimmen. Bei Abweichungen sind

<sup>606</sup> Vgl. Leopoldsberger/Thomas/Naubereit, Immobilienbewertung, S. 464.

<sup>607</sup> Vgl. Leopoldsberger/Thomas/Naubereit, Immobilienbewertung, S. 465–470.

<sup>608</sup> Vgl. Mannek, Steuerliche Bedarfsbewertung für Zwecke der Erbschaft-/Schenkungsteuer, S. 23.

Anpassungen vorzunehmen. Die Erbschaftsteuer-Richtlinien 2003 (ErbStR) sehen in R 161 Anpassungen bezüglich der Geschossflächenzahl, der Grundstücksgröße und der Grundstückstiefe vor, in Abhängigkeit der Berücksichtigung dieser Merkmale in der Bodenrichtwertkarte. Weiterhin sind hier Abschläge für im Bebauungsplan ausgewiesene Frei- und Verkehrsflächen vorgesehen, soweit diese nicht in die Ermittlung des Bodenrichtwerts eingeflossen sind, sowie die Berücksichtigung des Erschließungszustands des zu bewertenden Grundstücks.<sup>609</sup>

Das BewG betrachtet alle Grundstücke, die nicht den Tatbestand eines unbebauten Grundstücks erfüllen, als bebaute Grundstücke (§ 146 BewG). Bebaute Grundstücke werden mit Hilfe eines vereinfachten Ertragswertverfahrens bewertet. Das Ertragswertverfahren kommt zur Anwendung unabhängig davon, ob es sich um ein Grundstück handelt, das zu Wohnzwecken dient, oder eine gewerbliche Nutzung vorliegt. Dabei wird nicht berücksichtigt, ob es sich um ein typisches Ertragsobjekt handelt oder eine Sachwertorientierung vorzuziehen wäre. Die Verwendung des Ertragswertverfahrens ist, unter der Voraussetzung des Vorliegens einer tatsächlichen Miete oder einer ermittelbaren üblichen Miete, vorgeschrieben.

Im vereinfachten Ertragswertverfahren ergibt sich der Grundstückswert nach § 146 BewG als:

- das 12,5-fache der im Durchschnitt der letzten drei Jahre vor dem Besteuerungszeitpunkt erzielten Jahresmiete,
- vermindert um die Wertminderung wegen des Alters des Gebäudes.

Für die Alterswertminderung des Gebäudes werden 0,5 % pro Jahr von Fertigstellung bis zum Wertermittlungszeitpunkt angesetzt. Sie ist auf maximal 25 % begrenzt. Aus Vereinfachungsgründen wird die Alterswertminderung pauschalierend auf den gesamten Wert angewendet, der sich durch Multiplikation der Jahresmiete mit dem Vervielfältiger ergibt. Durch dieses Vorgehen wird auch eine Wertminderung für den Grund und Boden abgezogen, weil dieser im Vervielfältiger pauschal enthalten ist. Zu Berücksichtigen ist, dass bei Baumaßnahmen, die die gewöhnliche Nutzungsdauer des Gebäudes um mindestens 25 Jahre verlängern, ein fiktives Bezugsjahr – entsprechend der verlängerten Nutzungsdauer für die Alterswertminderung anzusetzen ist (§ 146 Abs. 4 BewG). Die geschätzte Verlängerung der Nutzungsdauer in Jahren wird somit – sofern sie mindestens 25 Jahren beträgt – dem Fertigstellungsjahr hinzugerechnet. Anstatt eines tatsächlichen Fertigstellungsjahr 1960 würde somit bei einer Baumaßnahme, welche die

---

<sup>609</sup> Vgl. Leopoldsberger/Thomas/Naubereit, Immobilienbewertung, S. 466.

Nutzungsdauer um 30 Jahre verlängert, als fiktives Baujahr 1990 für die Ermittlung der Alterswertminderung angesetzt.

### 4.4.3 Verfahren der Wertermittlung

#### 4.4.3.1 Einleitung

Die deutsche Wertermittlung kann grundsätzlich in normierte und nicht normierte Verfahren unterteilt werden. Bei den normierten handelt es sich um die in der WertV geregelten Verfahren. Hierzu zählen:

- Vergleichswertverfahren (§§ 13–14 WertV)
- Sachwertverfahren (§§ 15–20 WertV)
- Ertragswertverfahren (§§ 21–25 WertV)

Die geltende WertV ist aus der WertV vom 7. August 1961 hervorgegangen. Mit ihr sollte die bis dato – mangels Rechtsvorschriften – vorliegende Unterschiedlichkeit der Ermittlungsmethoden, die zu stark voneinander abweichenden Ergebnissen geführt hatte, behoben werden. Eine durchgreifende Novellierung der WertV wurde nach Verabschiebung der BauGB-Novelle 1976 vorbereitet. Letztendlich wurde die novellierte Wertermittlungsverordnung im Dezember 1988 – WertV 88 – veröffentlicht. Die WertV 88 wurde im Jahr 1997 erneut novelliert, unter anderem um Auswirkungen der deutschen Einheit zu berücksichtigen.<sup>610</sup>

Die WertV enthält anerkannte Grundsätze für die Ermittlung von Verkehrswerten für Grundstücke und grundstücksgleiche Rechte in nahezu allen Bereichen. Grundsätzlich sind lediglich die Gutachter der örtlichen Gutachterausschüsse, die als Behörde für den Bereich der kreisfreien Städte bzw. Gemeinden gebildet werden, an die Regelungen der WertV gebunden. Im Rahmen der Ermittlung von Grundstückswerten als Ergebnis ihrer Bewertungstätigkeit müssen sie – unter Anwendung eines oder mehrerer normierter Verfahren – einen Verkehrswert feststellen. Andere Gutachter, wie beispielsweise die öffentlich bestellten und vereidigten Sachverständigen oder aber auch die Gruppe der freien Sachverständigen, sind nicht an die Regelungen der WertV gebunden und somit grundsätzlich frei in der Wahl der Bewertungsverfahren. Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, dass die normierten Verfahren der Wertermittlung ein anerkanntes Regelwerk

---

<sup>610</sup> Vgl. Kleiber/Simon/Schröter, Verkehrswertermittlung von Grundstücken, S. 602–605.

darstellen, so dass Abweichungen hiervon in der Regel im Gutachten zu begründen sind.<sup>611</sup>

Dient die Wertermittlung nicht der Bestimmung eines objektivierten Verkehrswertes, sondern der Ermittlung eines subjektiven, entscheidungsorientierten Wertes, so sind Abweichungen von den normierten Verfahren oftmals sinnvoll. Zu den nicht normierten Verfahren der Wertermittlung zählen vor allem die Discounted Cash Flow Methode (DCF-Methode) und das Residualwertverfahren.

#### 4.4.3.2 Vergleichswertverfahren

Das Vergleichswertverfahren kommt in der deutschen Immobilienbewertung vornehmlich bei der Wertermittlung des Bodenwerts von Grundstücken zur Anwendung. Aufgrund der restriktiven Anforderungen an Vergleichsobjekte und einem Mangel an zeitnahen Transaktionen ist die Anwendung bei bebauten Grundstücken im Allgemeinen nicht üblich.<sup>612</sup>

Das zentrale Element des Verfahrens ist der Preisvergleich. Es kann zwischen mittelbaren und unmittelbaren Preisvergleich unterschieden werden:<sup>613</sup>

- Der unmittelbare Preisvergleich ermittelt den Verkehrswert aus direkten Vergleichspreisen, die zeitgleich mit dem Wertermittlungsstichtag für Grundstücke vereinbart worden sind und mit dem zu bewertenden Grundstück übereinstimmende Eigenschaften aufweisen.
- Der mittelbare Preisvergleich bestimmt den Wert mittels Vergleichspreisen bzw. Bodenrichtwerten, die zunächst an den Wertermittlungsstichtag und/oder an die Eigenschaften des zu wertenden Grundstücks angepasst werden müssen.<sup>614</sup>

Die Grundstruktur des Vergleichswertverfahrens ist verhältnismäßig einfach und besteht im Wesentlichen aus sechs Schritten. Einen schematischen Überblick gibt Abbildung 22.

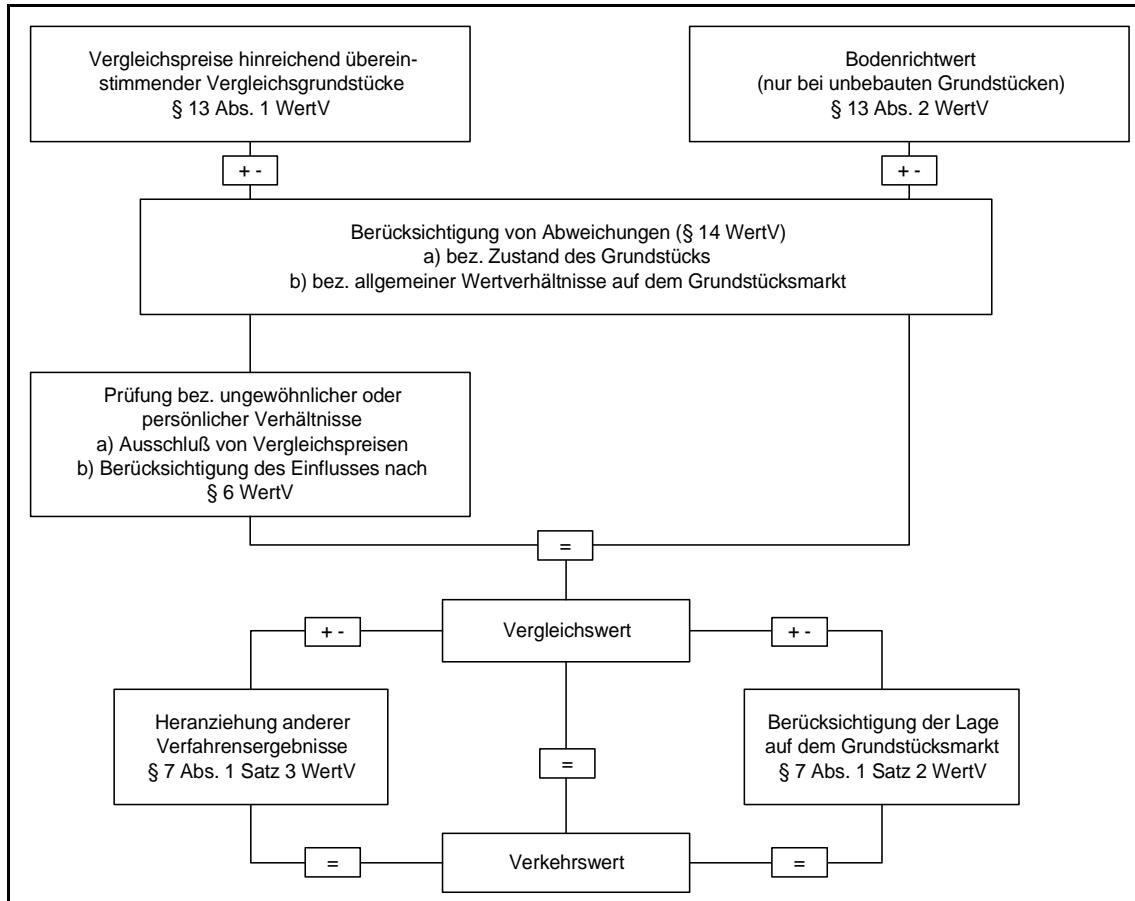
---

<sup>611</sup> Vgl. Zimmermann/Heller, Der Verkehrswert von Grundstücken, S. 36–38.

<sup>612</sup> Vgl. Keunecke, Immobilienbewertung, S. 57.

<sup>613</sup> Vgl. Kleiber/Simon/Schröter, Verkehrswertermittlung von Grundstücken, S. 1138f.

<sup>614</sup> Vgl. § 7 WertV.



**Abbildung 22: Vergleichswertverfahren**

Quelle: Kleiber/Simon/Schröter, Verkehrswertermittlung von Grundstücken, S. 1141.

Im ersten Schritt findet die Qualifizierung des Zustands und der allgemeinen Wertverhältnisse der zu bewertenden Liegenschaft statt. Außerdem wird der Wertermittlungsstichtag in diesem Schritt festgelegt.

Im zweiten Schritt werden Vergleichspreise von Vergleichsgrundstücken bestimmt. Die Vergleichsgrundstücke müssen sowohl hinsichtlich ihrer Zustandsmerkmale mit dem zu bewertenden Grundstück hinreichend übereinstimmen als auch betreffend einen zum Bewertungstichtag zeitnahen Veräußerungszeitpunkt aufweisen. Alternativ oder ergänzend können entsprechende Bodenrichtwerte hinzugezogen werden.

Die Vergleichsgrundstücke müssen hinsichtlich der folgenden Kriterien übereinstimmen:<sup>615</sup>

- Lage
- Art und Maß der baulichen Nutzung
- Bodenbeschaffenheit
- Größe
- Grundstücksgestalt
- Erschließungszustand

<sup>615</sup> Vgl. Leopoldsberger/Thomas/Naubereit, Immobilienbewertung, S. 474f.

Sind in der unmittelbaren Nachbarschaft des Bewertungsgrundstücks keine geeigneten Grundstücke in genügender Anzahl vorhanden, so besteht die Möglichkeit nach § 13 Abs. 1 Satz 2 WertV Objekte aus vergleichbaren Gebieten zum Vergleich heranzuziehen.

Im dritten Schritt findet eine Umrechnung von abweichenden Faktoren statt. Selbst unter idealen Umständen<sup>616</sup> finden sich aufgrund der Heterogenität des Wirtschaftsguts Immobilie keine exakt übereinstimmenden Vergleichsgrundstücke. Neben den qualitativen Unterschieden liegen – angesichts der begrenzten Transaktionshäufigkeit auf Immobilienmärkten – nur bedingt zeitnahe Verkäufe vor. Mit zunehmenden zeitlichen Abstand ist von einem abweichenden allgemeinen Preis- und Wertniveau auszugehen, da der Grundstücksmarkt in seiner Entwicklung an die allgemeinen wirtschaftlichen Verhältnisse gekoppelt ist und somit stetigen Schwankungen unterworfen ist. Die Umrechnung beim interqualitativen und intertemporalen Preisvergleich erfolgt nach Maßgabe von § 14 WertV.<sup>617</sup>

Die intertemporelle Anpassung kann ohne besondere Hindernisse mittels einer zeitlichen Indizierung der Vergleichspreise vorgenommen werden. Die Umrechnung qualitativer Unterschiede erfordert hingegen mehr Aufwand. Die Anpassung von qualitativen Abweichungen der Zustandsmerkmale soll mittels angemessener Zu- bzw. Abschläge geschehen, die Unterschiede hinsichtlich Lageverhältnisse, Nutzbarkeit, Grundstücksgröße, -tiefe, -zuschnitt sowie der Bodenbeschaffenheit, des Erschließungs- und Entwicklungszustand kompensieren soll. Die Bemessung der Zu- und Abschläge erfolgt in der Praxis auf Basis von Schätzungen, die eine fundierte Kenntnis der Vergleichsobjekte voraussetzen. Um diesen Prozess zu vereinfachen stehen – je nach Datenlage im relevanten Markt – Umrechnungskoeffizienten zur Verfügung. Koeffizienten erlauben es den Werteinfluss von Grundstücksmerkmalen zu bestimmen.<sup>618</sup>

Im vierten Schritt werden Vergleichspreise, die das Maß der üblichen Streuung überschreiten, identifiziert. Es kann nun unterschieden werden, ob die Abweichung auf Zufälligkeiten zurückgeföhrt werden kann oder ob erhebliche Unterschiede aufgrund von Kauffällen, die nicht dem gewöhnlichen Geschäftsverkehr zurechenbar sind, vorliegen. Unter der Vorgabe, dass der Verkehrswert, dem „gewöhnlichen Geschäftsverkehr“ entsprechen soll, sind solche Ausreißer zu eliminieren oder falls möglich um den Einfluss der ungewöhnlichen Umstände zu bereinigen. Bei der Verwendung von Bodenrichtwer-

<sup>616</sup> Ausnahme wäre ein Bewertungsfall für identisch ausgestattete Doppelhaushälften oder Reihenhäuser, bei denen zeitnahe Verkäufe vorliegen.

<sup>617</sup> Vgl. Kleiber/Simon/Schröter, Verkehrswertermittlung von Grundstücken, S. 1140f.

<sup>618</sup> Vgl. Leopoldsberger/Thomas/Naubereit, Immobilienbewertung, S. 477.

ten entfällt dieser Schritt, da in die Bodenwertermittlung ausschließlich Vergleichspreise eingehen, die nicht durch ungewöhnliche oder persönliche Verhältnisse beeinflusst sind.

Im fünften Schritt werden die verbleibenden ordentlichen Vergleichspreise in geeigneter Weise zum Vergleichswert aggregiert. Dies wird in der Regel in Form des arithmetischen Mittels umgesetzt. Anders verhält es sich bei Bodenrichtwerten, da man hier durch die Umrechnung der Zustandsmerkmale des Bodenrichtwertgrundstücks auf die Zustandsmerkmale des zu wertenden Grundstücks und gegebenenfalls durch die Indizierung zum Wertermittlungsstichtag unmittelbar zum Vergleichswert gelangt.

Im finalen sechsten Schritt wird der Vergleichswert, der einen – nicht notwendigerweise mit dem Verkehrswert identischen – Zwischenwert darstellt, unter Berücksichtigung anderer Verfahrensergebnisse und der Lage auf dem Grundstücksmarkt zum Verkehrswert. Beim Vergleichswertverfahren besteht verfahrensbedingt ein direkter Bezug zur Lage auf dem Grundstücksmarkt, weshalb Anpassungen unter diesem Aspekt nur notwendig sind, wenn die Lage auf dem Grundstücksmarkt noch nicht hinreichend Eingang in das Wertermittlungsverfahren gefunden hat.<sup>619</sup> Weiterhin sind – sofern vorliegend – die Ergebnisse anderer Verfahren „unter Würdigung der Aussagefähigkeit“<sup>620</sup> in die Bestimmung des Verkehrswerts einzubeziehen. Gibt es hierfür keinen Anlass entspricht der Vergleichswert dem Verkehrswert.<sup>621</sup>

Bei der Vergleichswertermittlung von bebauten Grundstücken besteht die Möglichkeit nach § 14 Abs. 3 WertV, alternativ oder ergänzend zu Kaufpreisen von Vergleichsgrundstücken Vergleichsfaktoren anzuwenden. Diese werden aus der Kaufpreissammlung der Gutachterausschüsse in Form von Ertrags- bzw. Gebäudefaktoren ermittelt. Ertragsfaktoren ergeben sich als Quotient aus dem erzielten Kaufpreis und dem nachhaltig erzielbaren Ertrag. Der anzuwendende Ertragsfaktor wird als Durchschnittswert aus den Faktoren vergleichbarer Liegenschaften ermittelt. Der Vergleichswert des Bewertungsobjekts wird dann durch einfache Multiplikation des nachhaltigen Ertrags mit dem passenden Ertragsfaktor errechnet. Wenn der Fokus der Bewertung für bebaute Grundstücke nicht auf dem nachhaltigen Ertrag sondern auf dem Sachwert der baulichen Anlagen liegt kommt der Gebäudefaktor in Frage. Die Gebäudefaktoren werden als Verhältnis von Kaufpreis zu einer Raum- oder Flächeneinheit festgestellt. Die Anwendung auf das Bewertungsobjekt erfolgt analog dem Ertragsfaktor.<sup>622</sup>

---

<sup>619</sup> Vgl. § 7 Abs. 1 Satz 2 WertV.

<sup>620</sup> § 7 Abs. 1 Satz 2 WertV.

<sup>621</sup> Vgl. Kleiber/Simon/Schröter, Verkehrswertermittlung von Grundstücken, S. 1142f.

<sup>622</sup> Vgl. Leopoldsberger/Thomas/Naubereit, Immobilienbewertung, S. 476.

Die Vorgehensweise kann am Beispiel eines zu bewertenden unbebauten Grundstücks demonstriert werden. Es stehen sechs Verkäufe vergleichbarer Grundstücke in unmittelbarer Nähe zur Verfügung mit folgenden Vergleichspreisen:

230 €/m<sup>2</sup>, 210 €/m<sup>2</sup>, 210 €/m<sup>2</sup>, 220 €/m<sup>2</sup>, 240 €/m<sup>2</sup>, 225 €/m<sup>2</sup>

Das arithmetische Mittel ergibt sich wie folgt:

$$\bar{x} = \frac{\sum x_i}{n} = \frac{230 + 210 + 210 + 220 + 240 + 225}{6} = 222,5$$

#### **Formel 3: Arithmetisches Mittel im Vergleichswertverfahren**

Wobei:  $x_i$  = Vergleichspreis,  $n$  = Anzahl der Vergleichspreise

Es ergibt sich ein Vergleichspreis von 225,5 €/m<sup>2</sup>.

Um der unterschiedlichen Relevanz von Vergleichspreisen Rechnung zu tragen lässt sich alternativ eine Gewichtung der einzelnen Preise vornehmen. Der Vergleichspreis entspricht demnach dem gewogenen arithmetischen Mittel nach folgender Formel:

$$\bar{x} = \frac{\sum x_i \times p_i}{\sum p_i}$$

#### **Formel 4: Gewogenes arithmetisches Mittel im Vergleichswertverfahren**

Wobei:  $x_i$  = Vergleichspreis,  $p_i$  = Gewicht des Vergleichspreis

Das Vergleichswertverfahren weist eine Reihe von Vorteilen auf. So handelt es sich bei der Vergleichswertermittlung um eine sehr einfache, intuitiv verständliche, aber dennoch sehr zuverlässige Wertermittlungsmethode, die im Bereich der Bodenwertermittlung von dominanter Bedeutung ist. Darüber hinaus orientiert sich das Vergleichswertverfahren in seiner Vorgehensweise stärker als das Ertragswert- oder das Sachwertverfahren an den Verhältnissen des Grundstücksmarktes. Nicht zuletzt verfügen Verkehrswertgutachten auf Basis des Vergleichswertverfahrens aufgrund ihrer Anschaulichkeit über eine hohe Akzeptanz. Die Qualität der Ergebnisse wird jedoch entscheidend von der ausreichenden Anzahl geeigneter Vergleichstransaktionen, -faktoren und Preisindizes bestimmt.<sup>623</sup>

---

<sup>623</sup> Vgl. Leopoldsberger/Thomas/Naubereit, Immobilienbewertung, S. 478f.

#### 4.4.3.3 Ertragswertverfahren

##### 4.4.3.3.1 Bezugsrahmen

Das Ertragswertverfahren bestimmt den Objektwert anhand der zu erwartenden zukünftigen Immobilienerträge. Der Wert ergibt sich hierbei aus der Summe der Barwerte aller bei ordnungsgemäßer Bewirtschaftung eines Grundstücks nachhaltig erzielbaren Reinerträge einschließlich des Barwerts des Bodenwertes.<sup>624</sup>

Die mathematische Formel für die Ertragswertermittlung lautet:

$$EW = (RoE - BewK - i \times BW) \times \frac{(1+i)^{Rn} - 1}{(1+i)^{Rn} \times i} + BW$$

##### Formel 5: Ertragswertformel

mit:	<b>EW</b>	=	Ertragswert des Grundstücks	<b>BW</b>	=	Bodenwert
	<b>RoE</b>	=	Jahresrohertrag	$\frac{(1+i)^{Rn} - 1}{(1+i)^{Rn} \times i}$	=	Vervielfältiger
	<b>BewK</b>	=	Bewirtschaftungskosten			
	<b>i</b>	=	Liegenschaftszinssatz			
	<b>Rn</b>	=	Restnutzungsdauer der baulichen Anlagen			

Der schematische Ablauf des Ertragswertverfahrens lässt sich Abbildung 23 entnehmen.

##### 4.4.3.3.2 Jahresrohertrag

Der Rohertrag umfasst alle mit dem Eigentum der Liegenschaft verbundenen Miet- und Pachteinnahmen, die bei ordnungsgemäßer Bewirtschaftung anfallen. Mit Rücksicht auf die Wertbeständigkeit wird im Rahmen der Bewertung zwischen tatsächlichen und nachhaltigen Einnahmen unterschieden. Nachhaltige Einnahmen bezeichnen die für das Objekt im Markt wahrscheinlich zu erzielenden Mieten bzw. Pachten bei Neuvermietung (vgl. Mietwert, S. 196). In Abhängigkeit von der Marktlage kann es zu teilweise erheblichen Abweichungen zwischen tatsächlichen und nachhaltigen Einnahmen kommen, was eine Anpassung durch den Sachverständigen erforderlich macht.<sup>625</sup> Ansatz und Prognose von nachhaltigen Mieten stellen eine eigenständige Thematik dar.<sup>626</sup>

<sup>624</sup> vgl. Kleiber, WertR 06, S. 13f. Mit der Einführung der WertR 06 wurde das umfassende Ertragswertverfahren mit dem vereinfachten – Verzicht auf Bodenwertberücksichtigung – gleichgestellt. Vgl. WertR 06, Nr. 3.5.

<sup>625</sup> Vgl. Simon/Kleiber, Schätzung und Ermittlung von Grundstückswerten, S. 182–184.

<sup>626</sup> Vgl. Walch, Nachhaltige Miete, S. 357–359; vgl. Sommer, Renditeprognosen und Kennzahlen in der Ertragswertermittlung, S. 92–92..

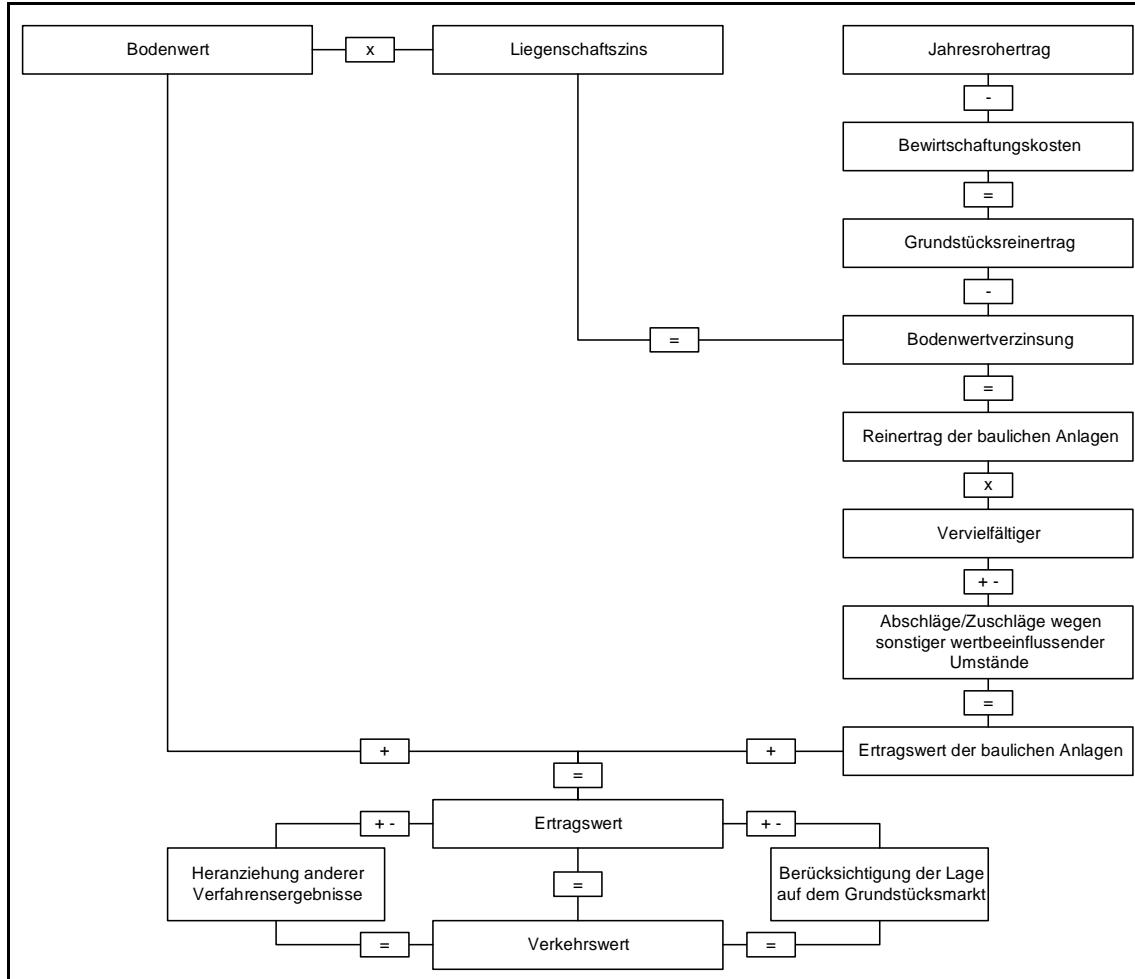


Abbildung 23: Ertragswertverfahren

Quelle: In Anlehnung an Kleiber/Simon/Weyers, Verkehrswertermittlung von Grundstücken, S. 1300

#### 4.4.3.3.3 Bewirtschaftungskosten

Der für die Ertragswertermittlung relevante Reinertrag ergibt sich durch Abzug der Bewirtschaftungskosten vom Jahresrohertrag. Nach § 18 WertV umfassen diese:

- Abschreibung
- Verwaltungskosten
- Betriebskosten
- Instandhaltungskosten
- Mietausfallwagnis

Hierbei gilt, dass die Kosten entsprechend normaler, die Art der Nutzung berücksichtigende Verhältnisse bei Bewirtschaftung mit fremdem Personal für ein unverschuldetes Grundstück anzusetzen sind.<sup>627</sup>

Die Abschreibung wird gemäß § 16 Abs. 3 WertV im Vervielfältiger erfasst.<sup>628</sup>

Die Verwaltungskosten umfassen nach § 18 WertV:

1. die Kosten der zur Verwaltung des Grundstücks erforderlichen Arbeitskräfte und Einrichtungen,
2. die Kosten der Aufsicht sowie
3. der gesetzlichen oder freiwilligen Prüfung des Jahresabschlusses und der Geschäftsführung.

Sie sind nach regional üblichen Prozentsätzen (5–8 % der Kaltmiete) anzusetzen. Alternativ können sie in Höhe von bis zu 230 € je Wohneinheit festgelegt werden.<sup>629</sup> Grundsätzlich sollte der Betrag angesetzt werden, der von einem guten Verwalter ortsüblich für die Erbringung der vollständigen Leistung gefordert würde. Zur Plausibilisierung sollten beide Ansätze benutzt werden. Die Form der Nutzung hat einen nennenswerten Einfluss auf die Gesamthöhe der Verwaltungskosten.<sup>630</sup>

Nach § 18 Abs. 3 WertV sind die Betriebskosten:

„Kosten, die durch das Eigentum am Grundstück oder durch den bestimmungsgemäßen Gebrauch des Grundstücks sowie seiner baulichen und sonstigen Anlagen laufend entstehen.“

Betriebskosten sollten prinzipiell einzeln ermittelt werden. Bei pauschaler Ermittlung ist ein Flächenbezug einem Prozentsatz des Rohertrags vorzuziehen. In der Regel werden die Betriebskosten in voller Höhe auf den Mieter umgeschlagen.<sup>631</sup>

Die Instandhaltungskosten sind laut § 18 Abs. 4 WertV:

---

<sup>627</sup> Vgl. Kleiber/Simon/Schröter, Verkehrswertermittlung von Grundstücken, S. 1659.

<sup>628</sup> Der Ansatz eines besonderen Betrags für die Abschreibung entfällt nach Nr. 3.5.2.1 WertR.

<sup>629</sup> In Anlehnung an § 26 II. BV. Seit dem 1. Januar 2005 werden die Beträge in Übereinstimmung mit § 26 Abs. 4 II. BV an den durch das Statistische Bundesamt ermittelten Lebenshaltungskostenindex angepasst.

<sup>630</sup> Vgl. Petersen, Marktorientierte Immobilienbewertung, S. 19.

<sup>631</sup> Vgl. Petersen, Marktorientierte Immobilienbewertung, S. 18f.

„Kosten, die infolge Abnutzung, Alterung und Witterung zur Erhaltung des bestimmungsgemäßen Gebrauchs der baulichen Anlagen während ihrer Nutzungsdauer aufgewendet werden müssen.“

Sie sollen den altersbedingten Wertverfall der Baulichkeiten technisch sachgerecht aufhalten und die Ertrags- und Renditefähigkeit des Objekts im Rahmen der vorgesehenen Nutzungsdauer gewährleisten. Sie führen nicht zu einer Verlängerung der Nutzungsdauer, was sie von einer Modernisierung oder Sanierung unterscheidet.

Durch diese Aufwendungen sollen die dauerhafte Ertrags- und Renditefähigkeit des Objekts gewährleistet werden. Aufgrund des aperiodischen Auftretens von größeren Reparaturen wird anstatt der tatsächlichen Kosten ein kalkulatorischer Durchschnittswert festgelegt. Als Grundlage sollte ein Flächenbezug (Instandhaltung pro m<sup>2</sup>) gewählt werden. Ein Prozentsatz des Rohertrags würde ein lineares Verhältnis von Mieteinnahmen und Instandhaltung voraussetzen, was nicht der Praxis entspricht.<sup>632</sup> Für die Bemessung kann § 28 Abs. 2 bis 5 II. BV bzw. Anhang 3 der WertR herangezogen werden. In Abhängigkeit vom Gebäudealter sind hier Instandhaltungskosten in Höhe von 7,42–12,02 €/m<sup>2</sup> pro Jahr vorgesehen. Hierin sind Kosten für Schönheitsreparaturen nicht enthalten. Die Beträge werden seit dem 1. Januar 2005 analog der Verwaltungskosten nach § 26 Abs. 4 II. BV jährlich an den vom Statistischen Bundesamt ermittelten Lebenshaltungskostenindex angepasst.<sup>633</sup>

Das Mietausfallwagnis ist nach § 18 WertV:

„das Wagnis einer Ertragsminderung, die durch uneinbringliche Mietrückstände oder Leerstand von zur Vermietung bestimmtem Raum entsteht. Es dient auch zur Kosten der Deckung einer Rechtsverfolgung auf Zahlung, Aufhebung eines Mietverhältnisses oder Räumung.“

Üblicherweise werden 2 % der Nettokaltmiete bei Mietwohn- und gemischt genutzten Grundstücken sowie 4 % der Nettokaltmiete (Rohertrag) bei Geschäftsgrundstücken angesetzt.<sup>634</sup> Bei hervorragender Bonität des Mieters sind jedoch auch 0,5–1 % des Rohertrages gerechtfertigt.<sup>635</sup>

#### 4.4.3.3.4 Liegenschaftszins

Der Liegenschaftszins wird in § 11 Abs. 1 WertV definiert als:

<sup>632</sup> Vgl. Petersen, Marktorientierte Immobilienbewertung, S. 20.

<sup>633</sup> Vgl. § 28 Abs. 5a II. BV

<sup>634</sup> Vgl. Anlage 3 WertR 06 bzw. § 29 II. BV.

<sup>635</sup> Vgl. Ross/Brachmann/Holzner, Ermittlung des Bauwertes von Gebäuden und des Verkehrswertes von Grundstücken, S. 303.

„Zinssatz, mit dem sich der Verkehrswert von Grundstücken im Durchschnitt marktüblich verzinst.“

Seine in § 11 Abs. 2 WertV festgelegte Ableitung entspricht einer „Umkehrung“ (retrograde Ermittlung) des Ertragswertverfahrens für geeignete Transaktionen. Hierfür werden die Kaufpreise und Reinerträge gleichartig bebauter und genutzter Liegenschaften unter Berücksichtigung der Restnutzungsdauer bestimmt. Bei Liegenschaften mit langer Restnutzungsdauer (> 50 Jahre) kann das vereinfachte Ertragswertverfahren unterstellt werden, was es ermöglicht den Liegenschaftszinssatz als arithmetisches Mittel der Quotienten von Grundstücksreinertrag und Kaufpreis der Liegenschaften zu ermitteln.<sup>636</sup> Die Formel entspricht dann:

$$i = \frac{\sum_{j=1}^n \frac{RE_j}{KP_j}}{n}$$

#### **Formel 6: Liegenschaftszins bei langer Restnutzungsdauer**

wobei:

**RE** = Reinertrag des Grundstücks = RoE – BewK

**KP** = Kaufpreise

**i** = Liegenschaftszins

**n** = Anzahl der Transaktionen

Bei Liegenschaften mit kürzerer Restnutzungsdauer (< 50 Jahre) muss diese jedoch in der Ableitung des Liegenschaftszinses berücksichtigt werden. Dies erfolgt durch Iteration, da sich die vollständige Formel nicht nach dem Zielwert (i) auflösen lässt.<sup>637</sup> Die Formel lautet:

$$i = \frac{RE \times 100}{KP} - \frac{q \times 100}{q^{Rn} - 1} \times \frac{KP - BW}{KP} \quad \text{wobei: } q = 1 + i$$

#### **Formel 7: Liegenschaftszins bei kurzer Restnutzungsdauer**

Für die Iteration wird folgende Näherungslösung verwendet:

$$i' = \frac{RE}{KP} \times 100 \text{ und } q = 1 + \frac{i'}{100}$$

#### **Formel 8: Näherungslösung für den Liegenschaftszins**

Der Liegenschaftszins stellt einen entscheidenden Parameter bei der Ertragswertermittlung dar. In Nr. 3.5.4 der WertR ist vorgesehen, dass Liegenschaftzinssätze getrennt

<sup>636</sup> Vgl. Kleiber/Simon/Schröter, Verkehrswertermittlung von Grundstücken, S. 1103.

<sup>637</sup> Vgl. Möller, Liegenschaftzinssätze, S. 346.

nach Art und Lage der Objekte auf dem Grundstücksmarkt zu bestimmen sind. Dies fällt nach § 193 Abs. 3 BGB, dessen Formulierung in dieser Form seit 1976 besteht, in den Aufgabenbereich der Gutachterausschüsse. Auf die so festgestellten Zinssätze sollen Sachverständige in der Bewertung zurückgreifen. In der Praxis zeigt sich jedoch, dass 70 % der Gutachterausschüsse keine eigenständigen Liegenschaftszinssätze erheben, sondern andere Quellen wie beispielsweise Fachliteratur oder die WertR heranziehen. Selbst wenn Liegenschaftszinssätze ermittelt werden, wird die in Nr. 3.5.4 WertR geforderte Kategorisierung nicht immer erfüllt. Als Gründe werden unzureichende Anzahl von Transaktionen und Zeit- bzw. Personalmangel angeführt.<sup>638</sup> Als Konsequenz ist in jedem Fall eine Plausibilisierung der veröffentlichten Liegenschaftszinssätze durch den Sachverständigen vorzunehmen.<sup>639</sup>

#### 4.4.3.3.5 Bodenwert

Das deutsche Ertragswertverfahren sieht eine getrennte Ermittlung des Werts der baulichen Anlagen und des Bodenwerts vor. Nach § 15 Abs. 2 WertV ist der Bodenwert in der Regel im Vergleichswertverfahren zu ermitteln. Dabei unterstellt der Gesetzgeber, dass die Ermittlung des Bodenwertes eines bebauten Grundstücks über den Preisvergleich mit unbebauten Grundstücken erfolgt, da Grund und Boden eines bebauten Grundstücks nur in Ausnahmefällen selbständiger Gegenstand des Grundstücksverkehrs sind. Hiermit verbindet sich auch die Frage inwieweit Bodenwerte von bebauten und unbebauten Liegenschaften verglichen werden können. Im Sinne der Optionstheorie bedeutet ein bebautes Grundstück eine bereits ausgeübte Option bzw. eine Einschränkung der alternativen Nutzungsmöglichkeiten, was zu einer Minderung des Bodenwerts führen könnte. In diesem Kontext wird von der „Bodenwertdämpfung“ gesprochen. Jedoch argumentieren KLEIBER/SIMON/SCHRÖTER, dass eine verursachungsgerechte Aufteilung des Gesamtwertes auf Gebäude und Boden – Repartitionsproblem – nur in Ausnahmefällen gelöst werden kann. Daher wird es als gerechtfertigt angesehen stets von einem unbebauten Grundstück auszugehen.<sup>640</sup>

Die praktische Bestimmung des Bodenwerts kann in der Regel über die Richtwerte der örtlichen Gutachterausschüsse erfolgen. Es kann zudem – insbesondere zur Plausibilisierung – auf geeignete Angaben des RDM-Preisspiegels zurückgegriffen werden. Die baurechtlich zugelassene Nutzfläche eines Grundstücks ist ein entscheidender Wertfaktor, der einen direkten Wertvergleich über Quadratmeterpreise verzerren kann. Daher kann

---

<sup>638</sup> Vgl. Walter, Der Liegenschaftszins - wird er überhaupt ermittelt?, S. 6.

<sup>639</sup> Vgl. Möller, Liegenschaftszinssätze, S. 346f.

<sup>640</sup> Vgl. Kleiber/Simon/Schröter, Verkehrswertermittlung von Grundstücken, S. 1255f.

es angebracht zu sein den Vergleich anhand der gewogenen Netto-Nutzfläche durchzuführen. Die Nutzflächen sind hierbei mit den erzielbaren Mieten zu gewichten.<sup>641</sup>

#### 4.4.3.3.6 Bodenwertverzinsung

Um die nach § 15 WertV vorgeschriebene separate Wertermittlung von baulichen Anlagen und Boden zu gewährleisten, ist dessen kalkulatorische Verzinsung vom Reinertrag abzuziehen. Hierfür wird üblicherweise der identische Liegenschaftszins wie bei der Ertragskapitalisierung angesetzt.<sup>642</sup> Der Boden gilt als unvergänglich. Die Bodenwertverzinsung ergibt sich folglich aus der ewigen Verzinsung des Bodenwerts. Bei der Kapitalisierung der Erträge der baulichen Anlagen wird hingegen ein endlicher Zeitraum entsprechend der Restnutzungsdauer angesetzt.

Der Reinertrag des Grundstücks, welcher die Differenz zwischen Rohertrag und den Bewirtschaftungskosten darstellt, wird in einem weiteren Schritt um die Verzinsung des Bodenwertes gemindert. Da der Wert der baulichen Anlagen nach § 15 WertV getrennt vom Bodenwert zu ermitteln ist, muss eine Schlüsselung des Reinertrags auf eine angemessene Bodenwertverzinsung und auf den Reinertrag der baulichen Anlagen erfolgen. Diese Aufteilung wird vorgenommen, da Grund und Boden ein unvergängliches Gut sind, während die aufstehenden Gebäude auch bei ordnungsgemäßer Instandhaltung nur eine begrenzte Nutzungsdauer haben. Die Bodenwertverzinsung ergibt sich durch die Multiplikation des aus dem Vergleichswertverfahren ermittelten Bodenwerts mit dem Liegenschaftszins.

#### 4.4.3.3.7 Vervielfältiger

Die Kapitalisierung des Reinertrags der baulichen Anlagen erfolgt mittels des Vervielfältigers. Er konstruiert sich als Rentenbarwertformel, wobei der verwendete Zins dem Liegenschaftszins entspricht und die Anzahl der Perioden der Restnutzungsdauer der baulichen Anlagen. Durch die beschränkte Restnutzungsdauer wird dem Wertverfall der baulichen Anlagen Rechnung getragen, die letztlich mit dem Ende der Nutzungsdauer zum erlöschen der Ertragskraft führt. Mit steigender Restnutzungsdauer gewinnt die Liegenschaft direkt an Wert, weshalb diesem Parameter besondere Aufmerksamkeit zukommt. Nach § 16 Abs. 4 WertV ist die Restnutzungsdauer als:

„die Anzahl der Jahre anzusehen, in denen die baulichen Anlagen bei ordnungsgemäßer Unterhaltung und Bewirtschaftung voraussichtlich noch wirtschaftlich genutzt werden können; durchgeführte Instandsetzungen oder Modernisierungen oder unterlassene Instandhaltung oder

<sup>641</sup> Vgl. Petersen, Marktorientierte Immobilienbewertung, S. 29f.

<sup>642</sup> Vgl. Simon/Kleiber, Schätzung und Ermittlung von Grundstückswerten, S. 202.

andere Gegebenheiten können die Restnutzungsdauer verlängern oder verkürzen“.

Praktisch wird die Restnutzungsdauer aus der Differenz zwischen der zu erwartenden wirtschaftlichen Gesamtnutzungsdauer abzüglich des Erstellungsdatums der baulichen Anlagen ermittelt, wobei entsprechend § 16 Abs. 4 WertV – insbesondere bei Sanierungen oder Modernisierungen – Anpassungen notwendig sein können. In diesen Fällen wird ein fiktives Baujahr bestimmt, welches über eine Verhältnisrechnung ermittelt wird.<sup>643</sup> Ein Orientierungsrahmen für die wirtschaftliche Gesamtnutzungsdauer (GND) unterschiedlicher Gebäude findet sich in Tabelle 30. In Anbetracht sich verkürzender wirtschaftlichen Zyklen und zunehmender technischer Entwicklung müssen die Nutzungsdauern und der Einfluss von Modernisierung kontinuierlich überprüft werden.<sup>644</sup> Von einer deutlichen Verkürzung der Nutzungsdauern kann jedoch nicht ausgegangen werden, weil sonst größere Teile deutscher Innenstädte nach dieser Logik bereits abbruchreif wären.<sup>645</sup>

Gebäudetyp	GND in Jahren
Einfamilienhäuser (entsprechend Qualität)	60–100
Fertighaus in Massivbauweise	60–80
Siedlungshaus	60–70
Mehrfamilienhaus (Mietwohngebäude)	60–80
Gemischt genutzte Gebäude mit einem gewerblichen Mietertragsanteil bis 80 %	50–70
Verwaltungsgebäude, Bankgebäude	50–80
Industriegebäude, Werkstätten, Lagergebäude	40–60
Hochschulen, Universitäten	60–80
Einkaufsmärkte	30–80

**Tabelle 30: Wirtschaftliche Gesamtnutzungsdauer von Gebäuden**

Quelle: Anlage 4 WertR 06

#### 4.4.3.3.8 Sonstige wertbeeinflussende Umstände

In § 19 WertV erfolgt eine Öffnung des Ertragswertverfahrens für „den Verkehrswert beeinflussende Umstände“, die nicht in den vorhergehenden Schritten erfasst wurden. Hierzu zählen insbesondere „die Nutzung des Grundstücks zu Werbezwecken oder woh-

<sup>643</sup> Vgl. Simon/Kleiber, Schätzung und Ermittlung von Grundstückswerten, S. 136f.

<sup>644</sup> Vgl. Engel/Esselmann, Der Einfluss von Modernisierungskosten auf Nutzungsdauer, Ertragswert und Immobilienrenditen, S. 322.

<sup>645</sup> Vgl. Engel/Kieffer, Nutzungsdauer bei der Wertermittlung, S. 16.

nungs- und mietrechtliche Bindungen sowie Abweichungen vom normalen baulichen Zustand".<sup>646</sup>

Einnahmen aus der entgeltlichen Nutzung von Gebäude- oder Grundstücksteilen als Werbeträger sollten jedoch nicht dem Rohertrag zugeordnet werden, da hier nur bedingt eine Nachhaltigkeit unterstellt werden kann. Gegen die Einnahmen werden Bewirtschaftungskosten nur in Form der Verwaltungskosten gerechnet. Die geringere Sicherheit der Einnahmen schlägt sich in einem zum Liegenschaftszins vergleichsweise höheren Kapitalisierungszins nieder.<sup>647</sup>

#### 4.4.3.3.9 Ermittlung des Verkehrswertes

Der den §§ 15–18 WertV ermittelte Ertragswert der Liegenschaft ist nicht mit dem Verkehrswert gleichzusetzen. Nach § 7 Abs. 1 WertV ist der mittels des Ertragswertverfahrens oder mehrerer Verfahren abgeleitete Ertragswert nur Ausgangspunkt:

„Der Verkehrswert ist aus dem Ergebnis des herangezogenen Verfahrens unter Berücksichtigung der Lage auf dem Grundstücksmarkt (§ 3 Abs. 3) zu bemessen.“

Die praktische Umsetzung dieser Vorgabe wurde im Gesetz noch in Richtlinien genauer konkretisiert und stellt streng genommen eine ernsthafte Relativierung der Verfahrensstringenz dar. Die Verwendung von Marktanzugsfaktoren oder imponderable Schätzungen von Anpassungen an die lokale Marktsituation geben dem Sachverständigen ungewünscht großen Ermessensspielraum und sind dem Bewertungsadressaten nur schwer kommunizierbar.<sup>648</sup> Durch eine adäquate und gut dokumentierte Auswahl des Liegenschaftszinses kann die Problematik jedoch umgangen werden.<sup>649</sup>

Am folgenden Beispiel wird die Methodik des Ertragswertverfahrens illustriert:

Für eine Büroimmobilie aus dem Jahr 1974 sind folgende Daten gegeben:

- Mietfläche nach gif: 600 m<sup>2</sup>

---

<sup>646</sup> Ein zeitgemäßes Beispiel wäre die Installation von Mobilfunkantennen. vgl. Simon, Berücksichtigung von Leerständen und sonstigen Abweichungen vom Normalfall, S. 273–281.

<sup>647</sup> Vgl. Leopoldsberger/Thomas/Naubereit, Immobilienbewertung, S. 488.

<sup>648</sup> Wie es sich am Beispiel der Würdigung der gegenwärtigen Vermietungssituation der zu bewertenden Liegenschaft zeigt. Vgl. Zimmermann, Marktabstückschlüsse bei der Bewertung eines Grundstücks wegen Vermietung?, S. 66–72.; vgl. Petersen, Marktwertverfahren, S. 206; vgl. Kröll, Verkehrswertermittlung unter Berücksichtigung eines Veräußerungsverbots, S. 73–75.

<sup>649</sup> Vgl. Leopoldsberger/Thomas/Naubereit, Immobilienbewertung, S. 489.

Nettokalmtiete: 7 €/m<sup>2</sup> pro Monat

- Verwaltungskosten (ortsüblich): 6 % des Jahresrohertrags
- Mietausfallwagnisses: 4 % des Jahresrohertrags

Instandhaltungskosten: 12,50 € p.a. pro m<sup>2</sup>

- Gesamtnutzungsdauer: 60 Jahre
- Liegenschaftszinssatz von 5,5 %

Bodenwert 150.000 €

- Wertermittlungsstichtag: 31.12.2006

<b>Ertragswertverfahren nach WertV</b>	
7 €/m <sup>2</sup> WF × 600 m <sup>2</sup> × 12	50.400 €/Jahr
abzüglich nicht umlagefähiger Bewirtschaftungskosten:	
Verwaltungskosten: 6 % von 50.400 €	–3.024 €/Jahr
Mietausfallwagnis: 4 % von 50.400 €	–2.016 €/Jahr
Instandhaltung: 11,50 € × 600 m <sup>2</sup>	–6.900 €/Jahr
<b>Reinertrag</b>	38.460 €/Jahr
abzüglich Bodenwertverzinsungsbetrag: 150.000 € × 5,5 %	–8.250 €/Jahr
<b>Reinertragsanteil der baulichen Anlage</b>	30.210 €/Jahr
Vervielfältiger bei Restnutzungsdauer von 32 Jahren und 5,5 %	
Liegenschaftszins lt. Anl. zur § 16 Abs. 3 WertV: 14,90	
<b>Ertragswert der baulichen Anlagen:</b> 39.050 €/Jahr × 14,90	450.129 €
zuzüglich Bodenwert:	150.000 €
<b>Ertragswert</b>	<b>600.129 €</b>

Tabelle 31: Beispielrechnung Ertragswertverfahren nach WertV

Quelle: Eigene Darstellung

#### 4.4.3.4 Sachwertverfahren

##### 4.4.3.4.1 Bezugsrahmen

Das in §§ 21 bis 25 WertV geregelte Sachwertverfahren steht in der WertV gleichrangig neben dem Vergleichs- und Ertragswertverfahren. Diese Haltung deckt sich jedoch nicht mehr mit der Bewertungstheorie und -praxis.<sup>650</sup> Als markanteste Kritik muss der geringe Marktbezug gewertet werden, was effektiv in der Aussage von PETERSEN zusammenge-

<sup>650</sup> Vgl. Sommer, Zur Irrationalität des Sachwertverfahrens, S. 215–217.

fasst wird: „Das Sachwertverfahren lebt – was die Verkehrswerttauglichkeit angeht – von der Marktanpassung.“<sup>651</sup> Die Notwendigkeit einer erheblichen Marktanpassung führt das Verfahren ad absurdum, weil eine vorherige Kenntnis des Marktwerts der Bewertungsimmobilie für die Sachwertermittlung notwendig ist.

Der stetig schrumpfende Umfang von Bewertungsfällen, in denen auf das Sachwertverfahren als maßgebliche Methode zurückgegriffen wird, beschränkt sich mittlerweile auf die Rechtsprechung und Ein- bzw. Zweifamilienhäuser. Jedoch selbst hier muss ihm die Berechtigung abgesprochen werden.<sup>652</sup> Somit beschränkt sich die Funktion dieses Ansatzes in der modernen Immobilienbewertung auf eine Plausibilisierung anderer Ansätze, wo es insbesondere zur Identifikation von Marktungleichgewichten dienen kann.<sup>653</sup>

Nach §21 Abs. 1 WertV ist:

„der Wert der baulichen Anlagen, wie Gebäude, Außenanlagen und besondere Betriebseinrichtungen, und der Wert sonstigen Anlagen, getrennt vom Bodenwert, nach Herstellungswerten zu ermitteln.“

Der schematische Ablauf des Sachwertverfahrens ist in der nachfolgenden Abbildung 24 dargestellt.

#### 4.4.3.4.2 Bodenwert

Der Bodenwert wird – wie beim Ertragswertverfahren – nach §21 Abs. 2 WertV in der Regel gemäß dem Vergleichswertverfahren bestimmt. Auch hier gilt in Einklang mit §196 Abs. 1 BauGB die Fiktion des unbebauten Grundstücks, unabhängig von der tatsächlichen Bebauung.

#### 4.4.3.4.3 Bauliche Anlagen

Folgende Kriterien müssen bei der Wertermittlung der baulichen Anlagen, die sich am Herstellungswert orientiert (§21 Abs. 1 WertV), berücksichtigt werden:<sup>654</sup>

- Normalherstellungskosten (Rauminhalts- oder Flächenbezug)
- Baunebenkosten
- Baupreisindex
- Alterswertminderung
- Außenanlagen, besonders zu berücksichtigende Bauteile

<sup>651</sup> Vgl. Petersen, Marktorientierte Immobilienbewertung, S. 34.

<sup>652</sup> Vgl. Zimmermann, Der Pflegefall Sachwertverfahren - geht es ihm nun eigentlich besser?, S. 288f.

<sup>653</sup> Vgl. Dorchester, Interview.

<sup>654</sup> Vgl. Petersen, Marktorientierte Immobilienbewertung, S. 38.

- Baumängel, Bauschäden

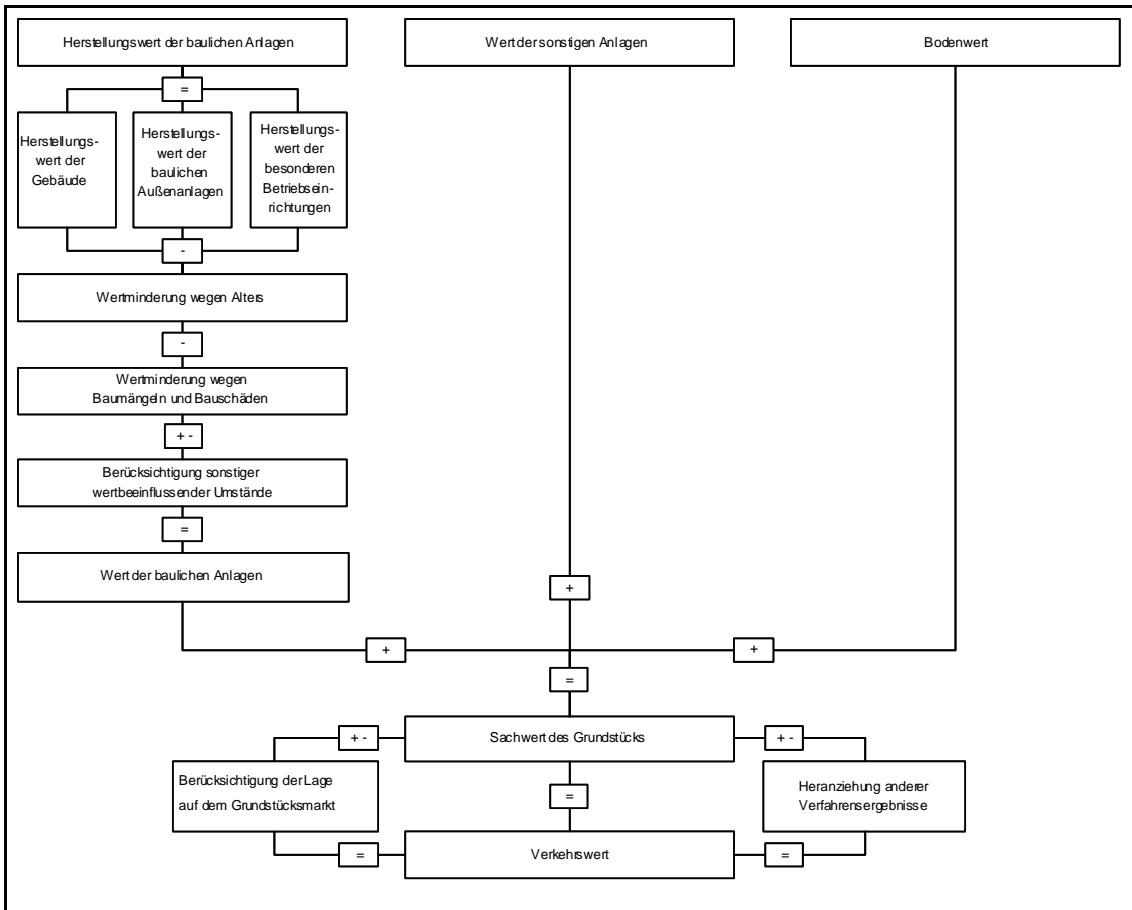


Abbildung 24: Sachwertverfahren

Quelle: in Anlehnung an Kleiber/Simon/Schröter, Verkehrswertermittlung von Grundstücken, S. 1817.

Ausgangspunkt der Wertermittlung bilden die Normalherstellungskosten (§ 22 WertV), denen ein Rauminhalt- oder Flächenbezug unterliegen kann. Durch den Abzug von Alterswertminderung, Baumängeln und -schäden sowie die Einbeziehung sonstiger wertbeeinflussender Umstände gelangt man zum Herstellungswert.

Zur Ermittlung der Normalherstellungskosten wird gemäß DIN 277 entweder die Brutto-Grundfläche (in m<sup>2</sup>) oder der Brutto-Rauminhalt (in m<sup>3</sup>) zugrunde gelegt. Der traditionell in der Sachwertermittlung verwendete Raumbezug ist jedoch aufgrund von Inkongruenzen<sup>655</sup> bei der Raumbestimmung problematisch, weshalb für zukünftige Bewertungen von Wohn- und Büroflächen auf einen Flächenbezug zurückgegriffen werden sollte.<sup>656</sup>

<sup>655</sup> In vielen Fällen wird die Definition des umbauten Raumes nach DIN 277 in der Fassung von 1950 zugrunde gelegt, wobei unbeachtet bleibt, dass die DIN 277 bereits mehrfach geändert wurde. Zurzeit ist die Fassung von 1987 aktuell.

<sup>656</sup> Vgl. Petersen, Marktorientierte Immobilienbewertung, S. 38–41.

### Ermittlung des Herstellungswertes

	Normalherstellungskosten
-	Alterswertminderung
-	Baumängel und Bauschäden
+/-	sonstige wertbeeinflussende Umstände
=	Herstellungswert

Tabelle 32: Schema für die Ermittlung des Herstellungswertes

Quelle: In Anlehnung an Leopoldsberger/Thomas/Naubereit, Immobilienbewertung, S. 492.

Die ermittelte Fläche wird mit den Erfahrungswerten für das Bezugsjahr multipliziert und das Ergebnis mittels des Baupreisindex für das Bezugsjahr umgerechnet. Alle Bauteile, die nicht in der Bruttogeschoßfläche oder im umbauten Raum enthalten sind, sind durch Zu- oder Abschläge zu bewerten. Um auf die Normalherstellungskosten zu kommen, müssen die Baunebenkosten hinzugerechnet werden.

### Normalherstellungskosten

	Brutto-Grundfläche (in m <sup>2</sup> ) bzw. Brutto-Rauminhalt (in m <sup>3</sup> ) des Gebäudes
x	m <sup>2</sup> -Preis (bzw. m <sup>3</sup> -Preis)
x	Baupreisindex (für das Bezugsjahr)
=	vorläufige Normalherstellungskosten
+/-	Zu- oder Abschläge für einzelne Bauteile
+	Baunebenkosten
=	Normalherstellungskosten

Tabelle 33: Schema Normalherstellungskosten

Quelle: Eigene Darstellung

Die derzeit maßgebliche Quelle für Normalherstellungskosten sind die Tabellenwerke der NHK 2000. Die NHK 2000 gehen aus den vom Sächsischen Bauinstitut (GESBIG) im Auftrag des Bundesministeriums für Raumordnung, Bauwesen und Städtebau (heute Bundesministerium für Verkehr, Bau- und Wohnungswesen) abgeleiteten Werten hervor, die zunächst als NHK 95 eingeführt wurden. Mit der Einführung des Euro wurden die Tabellenwerke unter der Bezeichnung NHK 2000 fortgeführt.

Bei den NHK 2000 handelt sich um Bundesmittelwerte nach dem Preisstand von 2000. Baunebenkosten wurden nicht miteinbezogen. Die Werte sind einschließlich einer Mehrwertsteuer von 16 % berechnet worden, woraus sich bei Änderungen des Mehrwertsteuersatzes Probleme ergeben können.<sup>657</sup> Als Bezugsgrundlage für die Ermittlung der

<sup>657</sup> Wie beispielsweise bei der Mehrwertsteuererhöhung zum 1.1.2007.

Herstellungswerte baulicher Anlagen wird derzeit vornehmlich die Brutto-Grundfläche (BGF) nach der DIN 277 (in der Fassung von 1987) verwendet, da sich die NHK 2000 in ihrer aktuellen Fassung – mit wenigen Ausnahmen – nur auf diese Einheit beziehen.<sup>658</sup> Somit ist im Rahmen der NHK der Wechsel zum Flächenbezug größtenteils vollzogen. Zu den Ausnahmen, die sich auf den Brutto-Rauminhalt (BRI) (auch nach DIN 277 i.d.F. von 1987) beziehen, zählen Industriegebäude, Werkstätten und Lagergebäude. Hier sind die Normalherstellungskosten nur auf den Brutto-Rauminhalt ausgewiesen.<sup>659</sup>

Die Einführung der NHK 2000 bringt mehrere Verbesserungen in der Anwendungspraxis mit sich: Dem Sachverständigen stehen nun aktuelle (zum Preisniveau von 2000) und fundierte Normalherstellungskosten mit überörtlicher Ableitung zur Verfügung. Deren Bezugsgrundlage bildet eine Flächeneinheit mit normierter Grundlage (DIN 277 i.d.F. von 1987). Schließlich sind auch die neuen, vom statistischen Bundesamt veröffentlichten, Baupreisindexreihen auf das Basisjahr 2000 bezogen.<sup>660</sup>

Die üblichen Baukosten umfassen in der Regel nicht die Baunebenkosten, diese müssen – sofern sie nicht in den Erfahrungswerten berücksichtigt sind – separat angesetzt werden. Zu den Baunebenkosten zählen Architekten-, Ingenieur-, Verwaltungs- und Behördenleistungen sowie Finanzierungskosten während der Bauzeit. Weiterhin gehören hierzu Richtfestkosten und Versicherungsprämien (nach DIN 276). Die Baunebenkosten werden als Prozentsatz auf die Normalherstellungskosten gerechnet und liegen typischerweise zwischen 12 und 20 %.<sup>661</sup>

Die Wertminderung ergibt sich aus dem Verhältnis von Gesamt- und verbleibender Nutzungsdauer (Restnutzungsdauer), das als prozentualer Wert bestimmt wird. Nach § 23 WertV ist sowohl eine linearer Ansatz der Abnutzung als auch die Anwendung „einer [sich] mit zunehmenden Alter [...] verändernden Wertminderung“ erlaubt. Da Restnutzungs- und Gesamtnutzungsdauer nur Schätzungen darstellen, ist die Unterstellung einer linearen Wertminderung vollkommen gerechtfertigt und einer Scheingenaugkeit wird vorgebeugt.

Bei der Ermittlung der Gesamtnutzungsdauer kann wie beim Ertragswertverfahren auf tabellarische Werte für verschiedene Immobilienarten zurückgegriffen werden. Die Restnutzungsdauer wird hier jedoch nicht anhand des Alters des Gebäudes geschätzt, sondern basiert auf dem baulichen Zustand. Bei Gebäuden, bei denen die Instandhaltung vernachlässigt wurde, kann sie also erheblich geringer sein als die Gesamtnutzungsdauer

<sup>658</sup> Vgl. 3.6.1.1.1 Anlage 7 WertR 2002.

<sup>659</sup> Vgl. Leopoldsberger/Thomas/Naubereit, Immobilienbewertung, S. 493f.

<sup>660</sup> Vgl. Kleiber/Simon/Schröter, Verkehrswertermittlung von Grundstücken, S. 1831f.

<sup>661</sup> Vgl. Petersen, Marktorientierte Immobilienbewertung, S. 41.

abzüglich des Alters. Umgekehrt verlängert sich die Restnutzungsdauer bei frisch sanier-ten Gebäuden entsprechend. Die errechnete Wertminderung wegen Alters wird von den Normalherstellungskosten abgezogen. Bei eventuellen Baumängeln oder Bauschäden sind die Beseitigungskosten bei der Wertermittlung auszuweisen und von den NHK abzuziehen.<sup>662</sup>

Bei der Sachwertermittlung sind die nach DIN 276 Teil 2 Nr. 5 definierten Außenanlagen mit zu berücksichtigen. Hierzu zählen alle baulichen Maßnahmen, die nicht Gebäude sind: Wege, Stellflächen, Spielplätze, Tore, Skulpturen, Ver- und Entsorgungsleitungen vom Gebäude etc. Sofern keine besonderen Umstände vorliegen können die Außenanla- gen in Form eines Zuschlags auf den Gebäudewert eingebracht werden, wobei eine mit dem Gebäude identische Restnutzungsdauer unterstellt wird.

Weiterhin müssen besondere Betriebseinrichtungen einbezogen werden. Dies umfasst Personen- und Lastenaufzüge, Müllbeseitigungsanlagen, Haussprechanlagen, Förderan- lagen, Gleisanlagen u.ä. Die Herstellungswerte für die besonderen Betriebseinrichtungen sind analog zu den Verfahren zur Ermittlung der Herstellungswerte bei Gebäuden zu errechnen. Für die wichtigsten Betriebseinrichtungen kann auf tabellierte Werte zurück-gegriffen werden.<sup>663</sup>

Der Sachwert eines Grundstückes ergibt sich aus der Summe der separaten Werte für Boden, die baulichen Anlagen und ggf. den sonstigen Anlagen. Dieser Wert spiegelt den Substanzwert des Grundstücks zum Wertermittlungsstichtag ab, jedoch lässt sich hieraus – wie bereits dargestellt – noch kein markbezogener Verkehrswert rechtfertigen.<sup>664</sup>

#### 4.4.3.4.4 Anwendung des Sachwertverfahrens

Abschließend soll ein Beispiel die Vorgehensweise beim Sachwertverfahren illustrieren:

Für ein freistehendes Einfamilienhausgrundstück, Baujahr 1976, sind folgende Daten gegeben:

- Wertermittlungsstichtag: 31.12.2006
- freistehendes Einfamilienhaus mittleren Ausstattungsstandards mit Keller-, Erd-, Obergeschoss und nicht ausgebautem Dachgeschoß
- BGF lt. DIN 277 (1987): 160 m<sup>2</sup>
- Grundstücksgröße: 500 m<sup>2</sup>

---

<sup>662</sup> Vgl. Leopoldsberger/Thomas/Naubereit, Immobilienbewertung, S. 494.

<sup>663</sup> Vgl. Leopoldsberger/Thomas/Naubereit, Immobilienbewertung, S. 495.

<sup>664</sup> Vgl. Sommer, Zur Irrationalität des Sachwertverfahrens, S. 217.

Bodenrichtwert gemäß Bodenrichtwertkarte: 175 €/m<sup>2</sup>

Normalherstellungskosten einschließlich Baunebenkosten (Wertverhältnisse 2000): 630 €/m<sup>2</sup>

- Baupreisindex 2006 (Basis 2000): 105,0
- Alterswertminderung nach Ross laut Anlage 8 A WertR 2002 (Baujahr 1976, Alter 30 Jahre, Gesamtnutzungsdauer 100 Jahre): 20 %
- Durchschnittlich gestaltete Außenanlagen: Erfahrungssatz 5 %

<b>Sachwertermittlung nach WertV</b>		
Bodenwert des Grundstücks: 175 €/m <sup>2</sup> × 500 m <sup>2</sup>		87.500 €
Gebäudeherstellungswert: 160 m <sup>2</sup> × 661,50 € <sup>665</sup> /m <sup>2</sup>		105.840 €
abzüglich Alterswertminderung von 20 %:	–	21.168 €
Wert der baulichen Anlagen		84.672 €
Wert der Außenanlagen: pauschal 5 % von 114.400 €	+	4.234 €
Grundstückssachwert:		176.406 €

**Tabelle 34: Beispielrechnung Sachwertverfahren nach WertV**

Quelle: Eigene Darstellung

Aufgrund der angeführten Schwächen des Sachwertverfahrens sollte es nur zur Ermittlung von Wiederherstellungskosten – bei der Ermittlung von Versicherungswerten – oder zur Plausibilisierung anderer Ansätze eingesetzt werden. Dies kann der Fall sein. Die in der WertV vorgegebene Gleichberechtigung neben dem Ertrags- und Vergleichswertverfahren sollte in der modernen Immobilienwertermittlung nur eingeschränkt wahrgenommen werden.<sup>666</sup>

## 4.5 Zusammenfassung

Die Reihenfolge, in der sie behandelt wurden, entspricht dem Grad der Formalisierung, der von der britischen zur amerikanischen und deutschen Bewertungsphilosophie jeweils zunimmt. Der unterschiedliche Formalisierungsgrad wird in der weiteren Betrachtung berücksichtigt werden müssen. Analog zum Grad der Formalisierung verhält sich die Präferenz der Philosophien für vergleichs- oder ertragsorientierten Ansatz, welche ebenfalls in der Reihenfolge der Bewertungsphilosophien zunimmt. Allen Philosophien gleich

<sup>665</sup>  $661,50 \text{ €} = \frac{105,0 \text{ (Baupreisindex 2006)}}{100 \text{ (Baupreisindex 2000)}} \times 630 \text{ € (NHK 2000)}$

<sup>666</sup> Vgl. Zimmermann, Der Pflegefall Sachwertverfahren - geht es ihm nun eigentlich besser?, S. 289f.

ist die eingeschränkte Anerkennung der sachwertorientierten Bewertung.<sup>667</sup> Generell lässt sich feststellen, dass die amerikanische Immobilienbewertung als Brücke zwischen den Polen Großbritannien und Deutschland fungieren kann.

Ein Vergleich der Bewertungsqualität ist – abgesehen von den praktischen Hindernissen – bereits aufgrund der unterschiedlichen Marktsituationen nicht möglich.<sup>668</sup> Die Güte des vom Sachverständigen bestimmten Wertes kann nur durch eine Markttransaktion definiert werden. Jedoch ist es kaum möglich nachzuweisen, dass die tatsächliche Transaktion die in der Marktwertdefinition aufgestellten Bedingungen konkret erfüllt. Man kann dies als Stichprobe im statistischen Sinn interpretieren. Mit einer Stichprobengröße von  $n = 1$ <sup>669</sup> lassen sich jedoch keine signifikanten Aussagen über die Verteilung treffen.<sup>670</sup>

Die britische Immobilienbewertung kann auch auf eine lange Tradition zurückblicken, die durch eine frühe Abschaffung des Feudalismus und die Entwicklung ausgereifter Bodeneigentumsrechte zurückzuführen ist.<sup>671</sup> Die Royal Institution of Chartered Surveyors – als maßgebliche Institution der britischen Wertermittlung – kann ihre Anfänge auf das Jahr 1868 datieren. Über das Commonwealth wurde die britische Bewertungsphilosophie zusammen mit dem britischen Rechtssystem international weit verbreitet. Der direkte Marktbezug steht im Zentrum der britischen Bewertungsphilosophie. Hierzu passt, dass britische Sachverständige häufig gleichzeitig als Makler tätig sind sowie dass der britische Immobilienmarkt aktiv und transparent ist.<sup>672</sup>

Die in Großbritannien üblichen langfristigen „full repairing and insuring leases“ erlauben eine übersichtliche Ertragsbewertung, da praktisch alle Betriebskosten auf den Mieter abgewälzt werden. Die üblichen „upwards-only“-Klauseln sehen überdies Mietanpassungen nur nach oben vor. Dieser Umstand schlägt sich in der weiten Verbreitung der Top Slicing-Approach nieder, die für die Bewertung von „upwards-only“-Verträgen gut geeignet ist.<sup>673</sup> Die sachwertorientierte Wertermittlung (Depreciated Replacement Cost Approach) wird in der britischen Praxis nicht zur Ableitung von Marktwerten, sondern

<sup>667</sup> Auch wenn dies für Deutschland erst seit kürzerem gilt.

<sup>668</sup> Vgl. Wolverton/Gallimore, A Cross-Cultural Comparison of the Appraisal Profession, S. 47–56.; vgl. Newell, The Quality of Appraisal Reports in Australia, S. 92–95.

<sup>669</sup> In der Praxis werden Immobilien selten in einem kurzen Zeitraum öfters veräußert, dies wäre jedoch für eine höhere Stichprobenzahl notwendig, da die Bewertung über längere Zeiträume ihre Aussagekraft verliert. Vgl. Petersen, Wie lange dauert ein Bewertungsstichtag?, S. 25f.

<sup>670</sup> Ein besseres Indiz könnte die Stabilität der jeweiligen Immobilienmärkte sein, die maßgeblich durch die Wertermittlung beeinflusst wird. Die Problematik besteht hier in der Herausfilterung gesamtwirtschaftlicher Einflüsse.

<sup>671</sup> Vgl. Morgan, The Natural History of Professionalisation and its Relevance to Valuation Methodology and Practice in the United Kingdom and Germany, S. 393.

<sup>672</sup> Vgl. Morgan, Deutsche Wertermittlungsrichtlinien verbesserungsfähig, S. 4.

<sup>673</sup> Vgl. Crosby, United Kingdom, S. 279–281.

nur zur Ermittlung der Depreciated Replacement Cost verwendet und spielt eine nachrangige Rolle.

Die amerikanische Bewertungsphilosophie kann naturgemäß nicht auf eine ähnlich lange Tradition wie die britische zurückschauen. Im Gegenzug weist sie einen kontemporären und wirtschaftlich fundierten Charakter auf. Die vom Appraisal Standards Board der 1987 gegründeten Appraisal Foundation veröffentlichten „Uniform Standards of Professional Appraisal Practice“ sind zeitgemäß und praxisnah, was sich auch darin zeigt, dass sie als Orientierung für die Entwicklung der International Valuation Standards dienen konnten.<sup>674</sup>

Die Mehrheit der Anlageimmobilien in den USA wird auf Basis ihres Ertragspotenzials veräußert und erworben, was einen ertragsorientierten Bewertungsansatz obligatorisch macht.<sup>675</sup> In den USA kommen dabei sowohl statische (Direct Capitalization) als auch dynamische (Yield Capitalization bzw. DCF) Verfahren zum Einsatz. Der Marktbezug wird durch Kapitalisierungszinssätze hergestellt, die aus vergleichbaren Transaktionen abgeleitet wurden. Zudem wird die vergleichsorientierte Immobilienbewertung – neben ihrer eigenständigen Bewertungsfunktion – häufig zur Plausibilisierung von Ertragswerten herangezogen.<sup>676</sup> Die sachwertorientierte Immobilienbewertung steht prinzipiell gleichberechtigt neben Ertrags- und Vergleichsorientierung („Three Approaches“), kommt jedoch vornehmlich bei Sonderimmobilien wie Schulen und Kirchen zum Einsatz.<sup>677</sup> Darüber hinaus bietet der Ansatz in der retrograden Anwendung die Möglichkeit zur Überprüfung von Bodenwerten.<sup>678</sup>

Die deutsche Bewertungsphilosophie weist den im Vergleich höchsten Formalisierungsgrad auf. Mit der WertV ist der normierten Wertermittlung in Deutschland ein gesetzlicher Rahmen gegeben worden, der durch zahlreiche Gerichtsurteile weiterhin präzisiert wurde. Hieraus ergibt sich für den Sachverständigen ein enges Korsett, das zudem erhebliche Haftungsrisiken birgt. Trotz aller formellen Vorgaben bleibt jedoch auch in der deutschen Bewertungsphilosophie das Element der Schätzung integraler Bestandteil der Wertermittlung.<sup>679</sup>

Der Schwerpunkt der deutschen Philosophie liegt auf der ertragsorientierten Wertermittlung, während die Vergleichsorientierung vornehmlich bei der Ermittlung des Boden-

---

<sup>674</sup> Vgl. Dorchester, Interview. Die Übereinstimmung zeigt sich besonders an den Stufen des „Appraisal Process“.

<sup>675</sup> Vgl. Gelbtuch, The United States, S. 1.

<sup>676</sup> Vgl. Fisher/Martin, Income Property Valuation, S. 183.

<sup>677</sup> Vgl. Gelbtuch, The United States, S. 16.

<sup>678</sup> Vgl. Dorchester, Interview.

<sup>679</sup> Vgl. Kleiber, WertR 06, S. 9.

wertes von Grundstücken zur Anwendung kommt.<sup>680</sup> Die Sachwertorientierung kommt – aufgrund berechtigter Kritik – immer seltener zum Einsatz. Die verbliebenen Anwendungsbereiche sind die Rechtsprechung, Versicherungswerte sowie Ein- und Zweifamilienhäuser.<sup>681</sup>

---

<sup>680</sup> Vgl. Keunecke, Immobilienbewertung, S. 57.

<sup>681</sup> Vgl. Zimmermann, Der Pflegefall Sachwertverfahren - geht es ihm nun eigentlich besser?, S. 288f.

## 5 Harmonisierung in der Immobilienbewertung

### 5.1 Bestehende Kongruenzen und Schnittstellen

#### 5.1.1 Grundlagen

In der wissenschaftlichen Literatur zu internationaler Immobilienbewertung werden vornehmlich drei Ebenen der Wertermittlung betrachtet. Auf der obersten Ebene finden sich die jeweils maßgeblichen Standards bzw. Gesetze zur Immobilienbewertung. Darauf folgen die auf Grundlage der Standards unterlegten Wertdefinitionen als Ausgangspunkt der Wertermittlung. Auf der dritten Ebene finden sich die Bewertungsmethoden, die im Rahmen der Ermittlung der Immobilienwerte nach Maßgabe der gewählten Wertdefinition zum Einsatz kommen. Diesen Zusammenhang illustriert Abbildung 25.

Die getrennte Behandlung von Standards und Wertdefinitionen dient der besseren Vergleichbarkeit, widerspricht jedoch der Tatsache, dass die Wertdefinitionen in den betrachteten Fällen essentieller Bestandteil der Standards bzw. Gesetze sind. Die in der Harmonisierungspraxis übliche Trennung findet hingegen zwischen Standards und Methodologie statt, wobei der Fokus der Harmonisierung auf ersteren liegt. Dies wird damit begründet, dass Standards einen konstanten Maßstab von „good practice“ darstellen, während die Methodologie letztlich in der lokalen Praxis verankert ist.<sup>682</sup> Im Rahmen der Analyse bestehender Kongruenzen bietet sich die isolierte Betrachtung der Wertdefinitionen mit Blick auf ihre zentrale Rolle im Harmonisierungsprozess an.

Vor diesem Hintergrund erklärt sich die ausgeprägte transnationale Übereinstimmung bei den verwendeten Wertdefinitionen. Der länderübergreifend gebräuchliche transaktionsorientierte Marktwert stimmt inhaltlich sowohl bei der angelsächsischen, amerikanischen und deutschen Immobilienwertermittlung als auch mit den Standards des International Valuation Committees und der TEGoVA überein.<sup>683</sup> Für den Marktwert liegt somit eine weitgehende internationale Begriffsidentität vor.<sup>684</sup>

---

<sup>682</sup> Vgl. Edge, The Globalization of Real Estate Appraisal, S. 84.

<sup>683</sup> Vgl. Edge, Interview, Trotz, Interview und Baumunk, Interview; vgl. S. 75.

<sup>684</sup> Vgl. Kleiber, Was sind eigentlich die sog. Internationalen Bewertungsverfahren?, S. 193, wobei Verkehrs- und Marktwert synonym verwendet werden.

Großbritannien	USA	Deutschland
Market Value	Market Value	Verkehrswert
Depreciated Replacement Cost	Use Value	Beleihungswert
Market Rent	Investment Value	Versicherungswert
	Going-Concern Value	steuerlicher Bedarfswert
	Assessed Value	

Tabelle 35: Gegenüberstellung der Wertbegriffe

Neben den Marktwert kennen die nationalen Bewertungsphilosophien eine Reihe weiterer anwendungsbezogener Wertbegriffe. Aus der Gegenüberstellung wird ersichtlich, dass hier keine offensichtlichen inhaltlichen Entsprechungen vorliegen. Bei Wertdefinitionen mit Steuerbezug<sup>685</sup> erübrigt sich eine Betrachtung unter Harmonisierungsaspekten, da sie dem nationalen Steuersystem und somit den individuellen Absichten des Gesetzgebers unterliegen.

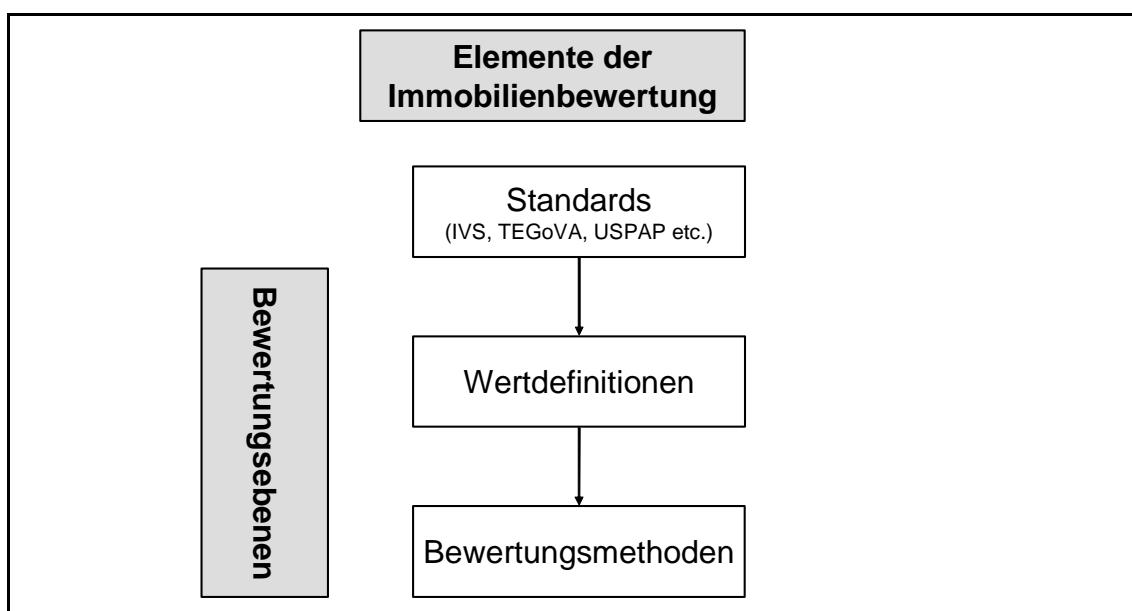


Abbildung 25: Traditionelle Sicht internationaler Immobilienbewertung

Der deutsche Beleihungswertbegriff leitet sich historisch aus dem im Jahr 1899 geschaffenen Hypothekenbankgesetz ab. Die ursprünglich enge Verknüpfung mit dem Verkaufswert (dem Verkehrswert identisch) wurde im Laufe der Jahre durch eigenständige Beleihungswertermittlungsrichtlinien zunehmend aufgelöst.<sup>686</sup> Der Beleihungswert findet

<sup>685</sup> Wie dem Assessed Value und dem steuerlichen Bedarfswert.

<sup>686</sup> Vgl. Werth, Vom Verkehrswert unabhängige Beleihungswerte im Blickfeld der Europäischen Union, S. 258.

sich weder in der amerikanischen noch in der britischen Bewertungslehre in diesem Sinn wieder. Lediglich der anlässlich der Finanzkrise der neunziger Jahre initiierte und mit dem aktuellen Red Book verworfene Estimated Realisation Price wies einen Beleihungsbezug auf, konnte sich jedoch nie etablieren. Überdies existiert auch in vielen weiteren Ländern kein gesonderter Beleihungswertbegriff.<sup>687</sup>

Seine Rolle wird in der Regel von dem Marktwert vergleichbaren Konstrukten erfüllt, die die Sicherheitsinteressen der Kreditwirtschaft in einer der deutschen Beleihungswertmethodik vergleichbaren Form berücksichtigen.<sup>688</sup> Gegenwärtig zeichnet sich weder auf europäischer noch auf internationaler Ebene eine Etablierung des Beleihungswertkonzepts ab. Die Diskussion über eine internationale Einführung dauert an.<sup>689</sup>

Die Depreciated Replacement Cost können als Ersatzbeschaffungswert in der deutschen Wertermittlung übertragen werden, finden jedoch keine genaue Entsprechung.<sup>690</sup> Das Abstellen auf die eingeschränkte Marktfähigkeit des Bewertungsobjekts – bspw. bei Sonderimmobilien – entspricht dem Use Value in der amerikanischen Wertlehre.<sup>691</sup> Diese Konzepte sind klar vom Marktwert zu trennen und kommen primär im Rahmen der Rechnungslegung zum Tragen. Im Zuge der internationalen Vereinheitlichung der Rechnungslegung ist eine Harmonisierung bzw. Standardisierung dieser Wertbegriffe zu erwarten.

Der Going-Concern Value der amerikanischen Wertermittlung ist mit dem Use Value verknüpft. Anders als der Market Value knüpft der Going-Concern Value am „existing use“ der Liegenschaft an.<sup>692</sup> Im Unterschied zum Use Value umfasst er jedoch neben dem Wert der Liegenschaft den Gesamtwert des wirtschaftlichen Betriebs.<sup>693</sup> Als problematisch erweist sich hierbei die Zuordnung der Wertkomponenten.<sup>694</sup> Die Ermittlung des Going-Concern Value entspricht einer Wertermittlung „unter Berücksichtigung der Unternehmensfortführung“<sup>695</sup> und stellt in diesem Sinne keine reine Immobilienbewertung, sondern vielmehr eine Unternehmensbewertung dar. Aufgrund der Komplexität und der fehlenden Normierung des Ansatzes erscheint eine direkte oder harmonisierte Übertra-

<sup>687</sup> Vgl. Bienert, Zum Beleihungswertbegriff, S. 344–346.

<sup>688</sup> Vgl. Kälberer, Wertermittlung in Deutschland und Europa, S. 540; vgl. RICS, Appraisal and Valuation Manual, PS 3.7, vgl. Harmon, Appraisal Quality Called a Concern, S. 18.

<sup>689</sup> Vgl. Bienert, Zum Beleihungswertbegriff, S. 346–348.

<sup>690</sup> Vgl. Epstein, Alternative perspectives, S. 138f.; vgl. Kleiber/Simon/Schröter, Verkehrswertermittlung von Grundstücken, S. 456.

<sup>691</sup> Vgl. Phillips, The Appraisal of Real Estate, S. 24–26.

<sup>692</sup> Vgl. Rabianski, Going-concern value, market value, and intangible value, S. 188.

<sup>693</sup> Vgl. Dunckley, Financial reporting standards: is market value for the existing use now obsolete?, S. 212–224.

<sup>694</sup> Vgl. Mobley, Defining and allocating going-concern value components, S. 324–328.

<sup>695</sup> Kleiber/Simon/Weyers, Verkehrswertermittlung von Grundstücken, S. 934.

gung dieses amerikanischen Wertbegriffes in einen internationalen Kontext nicht sinnvoll.<sup>696</sup>

Der Investment Value bezeichnet den subjektiven Wert einer spezifischen Immobilie für einen definierten Investor.<sup>697</sup> Somit ergibt sich der Immobilienwert nicht nur aus den objektiven sondern auch aus den subjektiven Eigenschaften der Liegenschaft, deren Einfluss auf den Wert wiederum von den Investitionsanforderungen und individuellen wirtschaftlichen Umständen des Investors bestimmt werden.<sup>698</sup> Der Investment Value weicht somit – obwohl er zu den Leistungen amerikanischer Sachverständiger zählt – maßgeblich vom Marktbezug ab und unterläuft somit die Konditionen und den Nutzen einer Harmonisierung.

Das Konzept der Market Rent, das eng mit dem Market Value verknüpft ist, ist nur in der britischen Immobilienbewertung explizit definiert. Die Marktmiete bzw. der Mietwert finden jedoch auch in der deutschen Wertermittlung Verwendung. Dabei ist die Marktmiete vom der ortsüblichen Vergleichsmiete zu unterscheiden, die im Rahmen von Miet erhöhungsverlangen die Obergrenze darstellt.<sup>699</sup> Die Marktmiete ist nicht an die Vergleichsmiete gebunden und kann im Zuge einer Neuvermietung entsprechend Angebot und Nachfrage frei vereinbart werden.<sup>700</sup> Die Marktmiete stellt jedoch kein eigenständiges Konzept dar, sondern die Grundlage für die ertragsorientierte Bewertung. In der amerikanischen Wertermittlung kommt der Market Rent eine ähnliche Bedeutung wie in der deutschen zu.<sup>701</sup> Sie wird als die im freien Markt zu erwartende Miete definiert, die mittels gegenwärtiger Mieten vergleichbarer Flächen bestimmt wird. Sie unterscheidet sich von der Contract Rent, welche die im Vertrag tatsächlich festgelegte Miete darstellt. Aus der positiven oder negativen Differenz lässt sich der Wert des Mietvertrages bestimmten.<sup>702</sup> Es lässt sich zusammenfassen, dass die Market Rent bzw. Marktmiete integraler Bestandteil aller ertragsorientierten Bewertungen ist und in den betrachteten Bewertungsphilosophien hinreichend übereinstimmend vertreten ist.

Der Versicherungswert ist vornehmlich in Deutschland als eigenständiger Wertbegriff gebräuchlich und ist in den Allgemeinen Wohngebäude-Versicherungsbedingungen

---

<sup>696</sup> Vgl. Epstein, Alternative perspectives, S. 138f.

<sup>697</sup> Vgl. Gelbtuch, The United States, S. 460.

<sup>698</sup> Vgl. Phillips, The Appraisal of Real Estate, S. 26–27; vgl. Gorlow/Parr, Determining investment value in an illiquid market, S. 26.

<sup>699</sup> Vgl. § 585 BGB sowie § 5 WiStG.

<sup>700</sup> Vgl. Kleiber/Simon/Schröter, Verkehrswertermittlung von Grundstücken, S. 1558.

<sup>701</sup> Vgl. Ling, The Valuation of Income Property in Overbuilt Markets, S. 333.

<sup>702</sup> Vgl. Phillips, The Appraisal of Real Estate, S. 83: „The rental income that a property would probably command in the open market; indicated by the current rents that are paid or asked for comparable space as of the date of the appraisal“.

festgelegt.<sup>703</sup> Er findet sich jedoch eine Entsprechung in der amerikanischen Wertermittlung in Form des Insurable Value. Hierbei handelt es sich um eine konventionelle Wertermittlung der Replacement Cost, ohne die Berücksichtigung von Grund und Boden sowie nicht durch Feuer zerstörbare Aufbauten.<sup>704</sup> In der britischen Wertermittlung wird der Versicherungswert durch die Reinstatement Cost erfasst.<sup>705</sup> Die Wiederherstellungs-kosten umfassen Abriss, Abraum und Gebühren. Der Versicherungswert ist ein zweckgebundener Wertbegriff, der im Rahmen des Abschlusses eines privatrechtlichen Vertragsverhältnisses verwendet wird. Aufgrund des lokalen Charakters und der nationalen Besonderheiten ist eine internationale Harmonisierung im Allgemeinen nicht zweckdienlich.

### 5.1.2 Methodologie

Auch unter Vernachlässigung der bestehenden Harmonisierungsbestrebungen zeigen sich bereits grundlegende Kongruenzen bei den verschiedenen nationalen Bewertungsphilosophien.<sup>706</sup> Das globale Primat des Marktwerts als Zielgröße der Wertermittlung kann als Schlüsselement kompatibler Wertermittlungen gesehen werden. Hierbei stehen Wertbegriff und Wertermittlungsmethode in eindeutigem Zusammenhang, es kann jedoch nicht von einer „Untrennbarkeit“<sup>707</sup> gesprochen werden, die im Widerspruch zu der in der Bewertungspraxis anerkannten Methodenpluralität steht.<sup>708</sup> Analog eines evolutiornischen Prozesses setzen sich die besser geeigneten Ansätze im Markt durch, unabhängig von der Regulierungsform.<sup>709</sup>

Die Wertermittlung kennt drei fundamentale Ansätze.<sup>710</sup> Sie sind in Abhängigkeit vom Wertermittlungsauftrag unterschiedlich geeignet, ein Werturteil zu treffen. Durch den Rückgriff auf mehrere Ansätze ergibt sich ein umfassenderes Wertverständnis und eine interne Kontrolle des Bewertungsprozesses.<sup>711</sup> Es überrascht daher nicht, dass die drei

---

<sup>703</sup> Vgl. VGB 2000 – Wert 1914.

<sup>704</sup> Vgl. Reynolds, Current Valuation Techniques, S. 185.

<sup>705</sup> Die Bezeichnung „fire insurance valuation“ gilt als inkorrekt. Vgl. RICS, Appraisal and Valuation Manual, UKA 3.12–3.13.

<sup>706</sup> Vgl. Kleiber, Interview, Vella, Interview Simon, Interview.

<sup>707</sup> Vgl. Baumunk, Immobilien und Immobilienbewertung im Zeitalter der Globalisierung, S. 183.

<sup>708</sup> Vgl. Edge, Interview; vgl. Baumunk, Immobilien und Immobilienbewertung im Zeitalter der Globalisierung, S. 182.

<sup>709</sup> Auch in gesetzlich regulierten Märkten wird der Gesetzgeber langfristig auf Marktusancen reagieren.

<sup>710</sup> Vgl. Tabelle 2: Die grundlegenden Bewertungsansätze.

<sup>711</sup> Vgl. Phillips, The Appraisal of Real Estate, S. 62.

grundlegenden Ansätze der Wertermittlung<sup>712</sup> in allen untersuchten Bewertungsphilosophien vertreten sind.

Die nationalen Ausprägungen und Schwerpunkte der jeweiligen Ansätze können als Spiegel der wirtschaftlichen Usancen und der historischen Entwicklung der Professionen gewertet werden.<sup>713</sup> Die starke Formalisierung der deutschen Immobilienbewertung steht demnach im Einklang mit der für Deutschland typischen Regulierungsdichte, während die angloamerikanische Immobilienbewertung in ihrem Verzicht auf die Vorgabe von Methoden dem Vertrauen auf die Selbstregulierung der Marktteilnehmer und Verbände entspricht.<sup>714</sup>

Eine Harmonisierung der Wertermittlungsmethoden sollte insofern nicht nur auf internationaler, sondern auch auf nationaler Ebene betrieben werden. Dem ginge eine Etablierung der Notwendigkeit standardisierter Wertermittlungsmethoden sowie die Frage der angestrebten Regelungstiefe voraus. Jeder Form von Standardisierung sind – bei unterstelltem unilateralem Harmonisierungswillen – durch die divergierenden nationalen wirtschaftlichen und rechtlichen Rahmenbedingungen Grenzen gesetzt. Das Kontingent der betroffenen Verfahren kann aus den relevanten Immobilien und Märkten abgeleitet werden. Im Fokus internationaler Transaktionen stehen zu Investitionszwecken gehandelte Immobilien bzw. Immobilienportfolios.<sup>715</sup> Die wertbestimmenden Faktoren sind somit die zukünftigen Erträge und die geforderten Renditen, folglich der Ertragswert<sup>716</sup> oder dessen Äquivalente.<sup>717</sup>

Die Betonung des Ertragscharakters erfüllt eine doppelte Rolle. Zum einen entspricht sie dem Kalkül des relevanten Marktes und bildet somit das Fundament einer ordentlichen Bewertung, zum anderen bietet sie einen direkten Einstieg in die Investitionsrechnung, wofür es nur einer Auflösung der Verobjektivierungen in der Wertermittlung bedarf. Für transnationale Wertermittlungen bieten sich folgende ertragsorientierte Verfahren an:

---

<sup>712</sup> Bzw. „Three Approaches“.

<sup>713</sup> Vgl. Morgan, The Natural History of Professionalisation and its Relevance to Valuation Methodology and Practice in the United Kingdom and Germany, S. 1f.

<sup>714</sup> Vgl. Edge, Interview.

<sup>715</sup> Vgl. S. 50 sowie Simon, Europäische Standards für die Immobilienbewertung, S. 136.

<sup>716</sup> Der Ertragswert ist prinzipiell nicht mit dem Marktwert bzw. Verkehrswert identisch, in diesem Kontext ist er jedoch der beste Indikator für den Marktwert.

<sup>717</sup> Vgl. Baumunk, Immobilien und Immobilienbewertung im Zeitalter der Globalisierung, S. 183.

Land	Verfahren
Großbritannien	Investment Method
USA	Income Approach
Deutschland	Ertragswertverfahren nach WertV

**Tabelle 36: Übersicht ertragsorientierter Verfahren**

Quelle: Eigene Darstellung

Alle Verfahren basieren auf dem Prinzip der Kapitalisierung der Immobilienerträge und sind insofern vergleichbar. Die grundlegenden Komponenten der Wertermittlung sind:

- Bruttoerträge
- Bewirtschaftungskosten
- Kapitalisierungszins bzw. -faktor

Das deutsche Ertragswertverfahren beinhaltet überdies eine separate Berücksichtigung des Bodenwerts. Dieser Ansatz „stellt eine verfeinerte Form des vereinfachten Ertragswertverfahren dar, das insbesondere bei Grundstücken, deren Bebauung eine kurze Restnutzungsdauer aufweist, den Vorzug hat, die eigenständige Gebäudeertragswertermittlung zu ermöglichen“<sup>718</sup>. Inwiefern dies als vorteilhaft<sup>719</sup> oder nachteilig einzustufen ist, ist Gegenstand der Diskussion über die deutsche und britische Immobilienbewertung.<sup>720</sup> Die separate Berücksichtigung des Bodenwerts erhält jedoch nur bei kurzer Restnutzungsdauer Relevanz. Beträgt die Restnutzungsdauer über 50 Jahre verliert der Bodenwert an Bedeutung und die Ergebnisse entsprechen dem vereinfachten Ertragswertverfahren. Die Bedeutung für eine Harmonisierung wird im Anschluss an die detaillierte Betrachtung der Bewertungskomponenten erörtert. Im Folgenden werden die einzelnen Komponenten der Verfahren einander gegenübergestellt, um Aufschluss über die Vergleichbarkeit zu erhalten.

### 5.1.2.1 Bruttoerträge

Analog der Aussagekraft eines Verkaufspreises über den Wert einer Immobilie gibt die Vertragsmiete den Mietwert zum Zeitpunkt der Vertragsunterzeichnung wieder. Die Aussagekraft nimmt im Zeitablauf ab. Im Rahmen der Wertermittlung hat der Sachverständige den Marktbezug und deren Nachhaltigkeit zu prüfen.

<sup>718</sup> Kleiber, Was sind eigentlich die sog. Internationalen Bewertungsverfahren?, S. 197f.

<sup>719</sup> Vgl. Kleiber, Was sind eigentlich die sog. Internationalen Bewertungsverfahren?, S. 198.

<sup>720</sup> Vgl. Morgan, Deutsche Wertermittlungsrichtlinien verbesserungsfähig, S. 4; vgl. Göth, Interview.

Während in der angloamerikanischen Wertermittlung stärkeres Gewicht auf die aktuellen, vertraglich vereinbarten Mietsätze gelegt wird, wird in der deutschen Praxis die Nachhaltigkeit betont. Hieraus ergibt sich, dass in der deutschen Wertermittlung vergleichsweise häufiger statistisch ermittelte Vergleichsmieten angesetzt werden.<sup>721</sup> Der Ansatz der Market Rent findet hingegen im angloamerikanischen vornehmlich bei Leerstand Verwendung.<sup>722</sup> Dennoch werden auch hier die Mieten vergleichbarer Objekte in Betracht gezogen, um signifikante Abweichungen von der Marktmiete zu erfassen.<sup>723</sup>

Eine Besonderheit der amerikanischen Wertermittlung ist, dass beim Bruttoertrag zwischen „Potential Gross Income“ und „Effective Gross Income“ unterschieden wird. Das Potential Gross Income, das die nominell anzusetzenden Mieterträge bei Vollvermietung darstellt, wird kalkulatorisch um Leerstand und Mietausfälle korrigiert. Hierfür werden von Vergleichsobjekten statistisch Prozentsätze erhoben und vom Potential Gross Income abgezogen.<sup>724</sup> In der deutschen und britischen Wertermittlung fällt dieser Schritt unter die Bewirtschaftungskosten; eine Diskussion der Vorteilhaftigkeit des einen oder anderen Vorgehens ist jedoch hinfällig, da die Reihenfolge der Berücksichtigung nicht ergebniswirksam ist.

Da es im Ermessensspielraum des Sachverständigen liegt, inwieweit Vertragsmieten oder Vergleichsmieten angesetzt werden und die Vorgehensweisen sich in der Praxis überschneiden werden, ist eine Kompatibilität der Ansätze im Rahmen der nationalen Vorgaben zu unterstellen. Im Folgenden werden die Bewirtschaftungskosten betrachtet.

### 5.1.2.2 Bewirtschaftungskosten

Die in der Wertermittlung erfassten Bewirtschaftungskosten beziehen sich auf die mit der Vermietung einhergehenden Aufwendungen des Vermieters. Aufwendungen, die ausschließlich zulasten des Mieters gehen, mindern den Ertrag und den Wert der Immobilie nicht. Die Aufteilung der Bewirtschaftungskosten zwischen Mieter und Vermieter wird im Mietvertrag festgelegt und kann darüber hinaus durch rechtliche Vorgaben geregelt werden.<sup>725</sup>

Die Verteilung der Lasten zwischen Mieter und Vermieter determiniert die Höhe der vom Bruttoertrag abzuziehenden Bewirtschaftungskosten. Grundsätzlich sind zwei Extreme denkbar: die volle Übernahme aller Kosten durch den Mieter oder eine Abgeltung aller

---

<sup>721</sup> Vgl. Simon/Kleiber, Schätzung und Ermittlung von Grundstückswerten, S. 184f; vgl. Moren, Germany, S. 158.

<sup>722</sup> Vgl. Phillips, The Appraisal of Real Estate, S. 498–501.

<sup>723</sup> Vgl. Johnson/Davies/Shapiro, Modern Methods of Valuation, S. 56f.

<sup>724</sup> Vgl. Phillips, The Appraisal of Real Estate, S. 511f.

<sup>725</sup> Vgl. Kleiber/Simon/Weyers, Verkehrswertermittlung von Grundstücken, S. 1320f.

Leistungen durch den monatlichen Mietzins. In Großbritannien werden traditionell alle Kosten auf den Mieter übertragen („full repairing and insuring leases“), wodurch der Bruttoertrag praktisch dem Nettoertrag entspricht.<sup>726</sup> In den USA und Deutschland werden substantielle Bestandteile vom Vermieter getragen, weshalb eine explizite in beiden Ländern übereinstimmend eine explizite Berücksichtigung in der Wertermittlung notwendig ist.<sup>727</sup>

Auch wenn die Abwälzung aller Betriebskosten auf den Mieter für den Immobilieneigen tümer vorteilhaft scheinen mag und sich der Immobilienwert ceteris paribus erhöhen würde, ist dies in der Realität nicht zu erwarten. Hierfür spricht das „total cost concept“, welches unterstellt, dass potentielle Mieter die Gesamtkosten der Flächenbereitstellung betrachten und somit eine Übernahme aller Bewirtschaftungskosten durch eine entsprechend reduzierte Flächenmiete kompensiert werden müsste. Im Ergebnis bleiben unter dieser Prämisse sowohl die Gesamtkosten des Mieters als auch die Nettoerträge des Vermieters konstant.<sup>728</sup>

Aus Vermietersicht ist es unabhängig davon wirtschaftlich sinnvoll, Bewirtschaftungskosten weitestgehend auf den Mieter umzulegen. Hierfür spricht, dass die Vertragsmiete oft über längere Zeiträume festgelegt ist, während sich die Bewirtschaftungskosten im Zeitablauf inflationsbedingt erhöhen können. Hieraus würden kontinuierlich sinkende Nettoerträge für den Vermieter resultieren. Mit der Umlage der Bewirtschaftungskosten wird somit gleichzeitig das Preissteigerungsrisiko auf den Mieter übertragen.<sup>729</sup> Aus Sicht des Sachverständigen ist dies auch wünschenswert, da die Bewertungsaufgabe an Komplexität verliert.

Die Höhe der Nettoerträge wird nicht durch das Verfahren, sondern primär durch den Inhalt des vorliegenden Mietvertrags bestimmt. Verfahrensbedingte Unterschiede sind prinzipiell nicht bei den pagatorischen, sondern bei den kalkulatorischen Kosten in der Wertermittlung zu erwarten, da hier normative Vorgaben anstelle tatsächlicher Aufwendungen zum Ansatz kommen können. Tabelle 37 gibt einen Überblick über die kalkulatorischen Posten der verschiedenen Ansätze.

---

<sup>726</sup> Vgl. Johnson/Davies/Shapiro, Modern Methods of Valuation, S. 63.

<sup>727</sup> Vgl. Gelbtuch, The United States, S. 12; vgl. Moren, Germany, S. 158.

<sup>728</sup> Vgl. Johnson/Davies/Shapiro, Modern Methods of Valuation, S. 63f.

<sup>729</sup> Vgl. Johnson/Davies/Shapiro, Modern Methods of Valuation, S. 63.

USA	GB	Deutschland
Vacancy	Voids	Mietausfallwagnis
Collection Loss <sup>730</sup>	Sinking Funds <sup>731</sup>	Abschreibung <sup>732</sup>
Replacement Allowances <sup>733</sup>	Annual Repairs Allowance	Instandhaltungskosten
Management Charges <sup>734</sup>	Management	Verwaltungskosten <sup>735</sup>

**Tabelle 37: Kalkulatorische Komponenten der ertragsorientierten Verfahren**

Quelle: Eigene Darstellung

Die Gegenüberstellung der einzelnen Posten belegt die starke Kompatibilität der Verfahren. Insbesondere die identische Berücksichtigung der Abschreibung in der Kapitalisierung (nicht notwendigerweise im Kapitalisierungszins s.u.) ist ein entscheidendes Kongruenzmerkmal. Hierbei ist jedoch zu berücksichtigen, dass im deutschen Ertragswertverfahren zwischen Boden und Gebäude getrennt wird, wobei nur der Gebäudeanteil der Abschreibung unterliegt. In diesem Fall ist zwischen Kapitalisierungszins (respektive Liegenschaftszins) und Vervielfältiger, der die Restnutzungsdauer der Immobilie berücksichtigt, zu trennen.<sup>736</sup>

Aufgrund der faktischen Notwendigkeit der Ableitung der Posten aus den relevanten Märkten ist ein quantitativer Vergleich nicht möglich bzw. sinnvoll. Es lässt sich zusammenfassen, dass die Nettoerträge sowohl auf pagatorischer als auch auf kalkulatorischer Ebene in den betrachteten Verfahren in qualitativer Hinsicht übereinstimmen.

### 5.1.2.3 Kapitalisierungszins

Dem Kapitalisierungszins kommt durch seinen direkten und starken Einfluss auf den Immobilienwert besondere Bedeutung zu. Hierbei stehen zwei Aspekte im Vordergrund:

<sup>730</sup> Vacancy und Collection Loss werden in der amerikanischen Wertermittlung nicht zu den Kosten gezählt, sondern direkt von Bruttoertrag abgezogen. Vgl. Phillips, *The Appraisal of Real Estate*, S. 512.

<sup>731</sup> Abschreibungen bzw. hohes Gebäudealter werden in der britischen Wertermittlung in der Regel im Yield berücksichtigt. Vgl. Johnson/Davies/Shapiro, *Modern Methods of Valuation*, S. 68.

<sup>732</sup> Die Abschreibung wird verfahrensbedingt im Vervielfältiger berücksichtigt. Vgl. § 18 WertV.

<sup>733</sup> Die Replacement Allowances beinhalten keinen Abschreibungsbestandteil. Der alterbedingte Wertverlust wird indirekt im Kapitalisierungszins berücksichtigt. Vgl. Phillips, *The Appraisal of Real Estate*, S. 521.

<sup>734</sup> Auch im Fall, dass das Management vom Vermieter geleistet wird, sind die Kosten kalkulatorisch zu berücksichtigen. In der Regel als Prozentsatz des Effective Gross Income. Analog in GB und Deutschland. Vgl. Phillips, *The Appraisal of Real Estate*, S. 514.

<sup>735</sup> Die Verwaltungskosten sind insofern kalkulatorisch, dass sie typischerweise nicht auf Basis der tatsächlichen Aufwendungen, sondern als Prozentsatz des Rohertrags angesetzt werden. Vgl. Leopoldsberger/Thomas/Naubereit, *Immobilienbewertung*, S. 481.

<sup>736</sup> Vgl. Leopoldsberger/Thomas/Naubereit, *Immobilienbewertung*, S. 479–489.

erstens die technische Ableitung und zweitens die verwendete Datenbasis. Während unter theoretischen Gesichtspunkten der erste Aspekt von Interesse ist, ist aus praktischer Sicht der zweite von größerer Bedeutung.

Bei der Bestimmung des Kapitalisierungszinses tritt der Vergleichscharakter ertragsorientierter Wertermittlungen zum Vorschein.<sup>737</sup> Der Vergleich findet über den Kapitalisierungszins statt, der in der Regel von entsprechenden Markttransaktionen abgeleitet wird. Die Verwendung eines Kapitalisierungszinses ermöglicht jedoch nicht nur den Vergleich mit übereinstimmenden Immobilien, sondern auch mit konkurrierenden Anlageformen mit vergleichbarem Risiko, wie z.B. Staatsanleihen, Obligationen und Stammaktien.

Großbritannien	USA	Deutschland
Comparable Sales	Comparable Sales	Liegenschaftszinssatz
Target Rate of Return <sup>738</sup>	Effective Gross Income Multipliers  Band of Investment	

**Tabelle 38: Übersicht der Ableitungsformen des Kapitalisierungszinses**

Quelle: Eigene Darstellung

Der Sachverständige sollte deshalb bei der Wertermittlung stets die Renditeentwicklung im Investmentmarkt verfolgen.<sup>739</sup> Die marktüblichen Verfahren können Tabelle 38 entnommen werden.

Die Gegenüberstellung verdeutlicht den Kontrast zwischen der angloamerikanischen und der deutschen Tradition. Das stark formalisierte und institutionalisierte Konstrukt des Liegenschaftszinssatzes hebt sich deutlich von den praxisorientierten und variierenden Konzepten in den USA und Großbritannien ab. Unter dem Aspekt der Harmonisierung stellt sich primär die Frage nach der Kompatibilität der Zinsfindung mittels Comparable Sales mit dem Liegenschaftszins, da die weiteren angeführten Vorgehensweisen Sonderfälle darstellen. Dieser Vergleich beinhaltet zwangsläufig die Berücksichtigung von Rest-

<sup>737</sup> Vgl. Crosby, United Kingdom, S. 278; vgl. Kleiber/Simon/Schröter, Verkehrswertermittlung von Grundstücken, S. 1020.

<sup>738</sup> Neben dem klassischen All Risk Yield wird in Großbritannien die Verwendung einer synthetischen Target Rate of Return im Rahmen des Short-Cut DCF diskutiert, welche die Opportunitätskosten des Kapitals widerspiegelt. Vgl. Peto, Market information management for better valuations, S. 413.

<sup>739</sup> Vgl. White et al., Internationale Bewertungsverfahren für das Investment in Immobilien, S. 95.

nutzungsdauern, da sie essentieller Bestandteil der Liegenschaftszinssatzermittlung sind.<sup>740</sup>

Die Vorgehensweise bei der Bestimmung des Kapitalisierungszinses mittels Comparable Sales lehnt sich stark an den Comparison Approach an. Notwendige Voraussetzung ist die Verfügbarkeit ausreichender Marktdaten vergleichbarer konkurrierender Objekte. Zu den notwendigen Daten zählen:

- Mieteinkommen
- Kosten
- Finanzierungskonditionen
- Marktbedingungen zum Transaktionszeitpunkt

Hierbei ist es wichtig, dass die Nettoeinkommen der Vergleichsobjekte und des Bewertungsobjekts einheitlich ermittelt werden. Mögliche Abweichungen bei den Ermittlungszeiträumen und Transaktionsdaten sind zu berücksichtigen. Auch die Finanzierungsform und -konditionen sollten weitestgehend übereinstimmen. Gleches gilt für die Marktbedingungen.<sup>741</sup>

Die Bestimmung des Liegenschaftszinssatzes unterliegt prinzipiell denselben Vorgaben wie sie bei Comparable Sales gelten.<sup>742</sup> Die Gutachterausschüsse für Grundstückswerte, deren Aufgabe die Ermittlung der Liegenschaftszinssätze ist, haben sich bislang jedoch noch nicht auf einen einheitlichen Rahmen für deren Ableitung einigen können.<sup>743</sup> Hierfür können teilweise örtliche Besonderheiten verantwortlich gemacht werden; eine stärkere Annäherung ist jedoch mit Hinblick auf Transparenz und Vergleichbarkeit geboten.<sup>744</sup>

Die Ermittlung des Liegenschaftszinssatzes ist nach der WertV<sup>745</sup> auf Grundlage „geeigneter Kaufpreise und der ihnen entsprechenden Reinerträge für gleichartig bebaute und genutzte Grundstücke unter Berücksichtigung der Restnutzungsdauer der Gebäude nach den Grundsätzen des Ertragswertverfahrens“ zu ermitteln. Hierbei handelt es sich grundsätzlich um eine Analogie zum Comparable Sales-Ansatz. Die Formulierung „geeignete Kaufpreise“ kann inhaltlich – auch ohne den expliziten Verweis auf vergleichbare Finanzierungsformen und Marktbedingungen – den Vorgaben für Comparable Sales gleichge-

---

<sup>740</sup> Vgl. Leopoldsberger/Thomas/Naubereit, Immobilienbewertung, S. 483–486.

<sup>741</sup> Vgl. S. 135; vgl. Phillips, The Appraisal of Real Estate, S. 531.

<sup>742</sup> Vgl. Baumunk, Immobilien und Immobilienbewertung im Zeitalter der Globalisierung, S. 190.

<sup>743</sup> Vgl. Rau, Immobilienbewertung, S. 14.

<sup>744</sup> Vgl. Kleiber/Simon/Schröter, Verkehrswertermittlung von Grundstücken, S. 1100.

<sup>745</sup> Vgl. § 11 Abs. 2 WertV.

stellt werden, womit als primärer Unterschied die Berücksichtigung der Restnutzungsdauer der Gebäude bei der Ermittlung des Liegenschaftszinssatzes bleibt.

Die Debatte über das Für und Wider der Berücksichtigung von Restnutzungsdauern dauert seit geraumer Zeit an. Zu den schärfsten Kritikern der Restnutzungsdauer zählen MORGAN und HARROP, die eine realistische Schätzung der Restnutzungsdauer von Gebäuden für nahezu unmöglich halten.<sup>746</sup> Dies erscheint in Anbetracht sich stetig verkürzender wirtschaftlicher Nutzungsdauern von Immobilien und sich verändernder Marktpräferenzen plausibel.<sup>747</sup> Dem allerdings ist entgegenzuhalten, dass die angelsächsische Herangehensweise in Form der Berücksichtigung des Gebäudealters in der ARY – durch Auswahl geeigneter Vergleichsobjekte in dessen Berechnung oder durch arbiträre Anpassungen<sup>748</sup> – im eigenen Land nicht unumstritten ist.<sup>749</sup> Weiterhin entsteht ein Widerspruch zur grundsätzlich unterstellten ewigen Nutzungsdauer.<sup>750</sup> Das „elegante“ Verstecken der Restnutzungsdauer im Kapitalisierungszins eröffnet überdies die Möglichkeit erheblicher Manipulation.<sup>751</sup>

Für die explizite Berücksichtigung der Restnutzungsdauer spricht die nachvollziehbare Offenlegung der Annahmen,<sup>752</sup> während die ARY bei ausreichender Datenlage<sup>753</sup> eine größere Marktnähe bieten kann.<sup>754</sup> Es lässt sich empirisch festhalten, dass die andauern-de angelsächsische Kritik an der Restnutzungsdauer bis zum jetzigen Zeitpunkt keine nachhaltigen Spuren in der deutschen Wertermittlung hinterlassen hat. Das Konzept der Restnutzungsdauer ist im Markt erfolgreich etabliert, womit sich bei Wertermittlungen im deutschen Raum auch nicht die Frage der Abweichung hiervon stellt.<sup>755</sup>

Für die Harmonisierung stellen die unterschiedlichen Konzepte kein entscheidendes Hindernis dar. Die Berücksichtigung der Restnutzungsdauer bedeutet lediglich eine Erweiterung der britischen Vorgehensweise, die es erlaubt, einheitliche Liegenschafts-

<sup>746</sup> Vgl. Thomas, Income Approach versus Ertragswertverfahren (Teil 2), S. 89.

<sup>747</sup> Vgl. Rottke/Wernecke, Lebenszyklus von Immobilien, S. 211–215; Keunecke, Immobilienbewertung, S. 54f.

<sup>748</sup> Vgl. Zurhorst, Internationale Bewertungsverfahren: "Es ist höchste Zeit für einheitliche Standards", S. 12.

<sup>749</sup> Vgl. Morgan, The Natural History of Professionalisation and its Relevance to Valuation Methodology and Practice in the United Kingdom and Germany, S. 281.

<sup>750</sup> Vgl. Zurhorst, Internationale Bewertungsverfahren: "Es ist höchste Zeit für einheitliche Standards", S. 12.

<sup>751</sup> Vgl. Siegesmund, Angelsächsisch ist nicht international, S. 8.

<sup>752</sup> Vgl. Engel/Kieffer, Nutzungsdauer bei der Wertermittlung, S. 16.

<sup>753</sup> Im Sinne einer ausreichenden Anzahl von Objekten vergleichbaren Alters für die Bestimmung des ARY.

<sup>754</sup> Jedoch stellt sich bei entsprechender Ermittlung des ARY auch die – in der angelsächsischen Argumentation angemahnte – Problematik der Schätzung der Restnutzungsdauer.

<sup>755</sup> Vgl. Engel/Kieffer, Nutzungsdauer bei der Wertermittlung, S. 16.

zinssätze für Immobilien unterschiedlichen Gebäudealters zu ermitteln und anzuwenden. Dies bietet sich insbesondere bei einer begrenzten Anzahl verfügbarer Transaktionen an, da in diesem Fall die Wahrscheinlichkeit identische Restnutzungszeiträume vorzufinden bedeutend geringer ist. Bei korrekter Anwendung gelangen beide Verfahren zu einem marktgerechten Kapitalisierungszins bei gewährleisteter Kompatibilität.

### **5.1.3 Verfahrenstechnische Besonderheiten**

Die getrennte Behandlung des Bodenwerts bei der Ertragswertermittlung von Immobilien ist eine deutsche Besonderheit<sup>756</sup>, die allerdings von Japan und einigen weiteren Ländern geteilt wird.<sup>757</sup> Im angelsächsischen Raum hingegen findet die Berücksichtigung des Bodenwertbeitrags zum Ertrag nur indirekt im Zins statt,<sup>758</sup> was eine geringe Transparenz und eingeschränkte Plausibilität nach sich zieht. Die Konzepte weichen jedoch nur bei endlichen Restnutzungsdauern voneinander ab, wie im Folgenden gezeigt wird.

Die mathematische Formel für den Ertragswert einer Immobilie lässt sich wie folgt darstellen:<sup>759</sup>

$$EW = (RE - BW \times i) \times V + BW$$

### **Formel 9: Verkürzte Ertragswertformel**

wobei:

EW = Ertragswert

i = Liegenschaftszinssatz

RE = Reinertrag

BW = Bodenwert

$$V = \text{Vervielfältiger} = \frac{(1+i)^R - 1}{(1+i)^R \times i}$$

Rn = Restnutzungsdauer in Jahren

Durch mathematische Umformung lässt sich der Bodenwert isolieren, woraus sich folgende Formel ergibt:

$$EW = RE \times V + BW \times (1 - i \times V)$$

unter Auflösung der Vervielfältigerformel ergibt sich folgende Gleichung:

$$EW = RE \times V + \frac{BW}{(1+i)^{Rn}} \text{ bzw. } EW = RE \times V + BW \times (1+i)^{-Rn}$$

<sup>756</sup> Vgl. Zurhorst, Internationale Bewertungsverfahren: "Es ist höchste Zeit für einheitliche Standards", S. 12.

<sup>757</sup> Vgl. Mackmin, Valuation of real estate in global markets, S. 363.

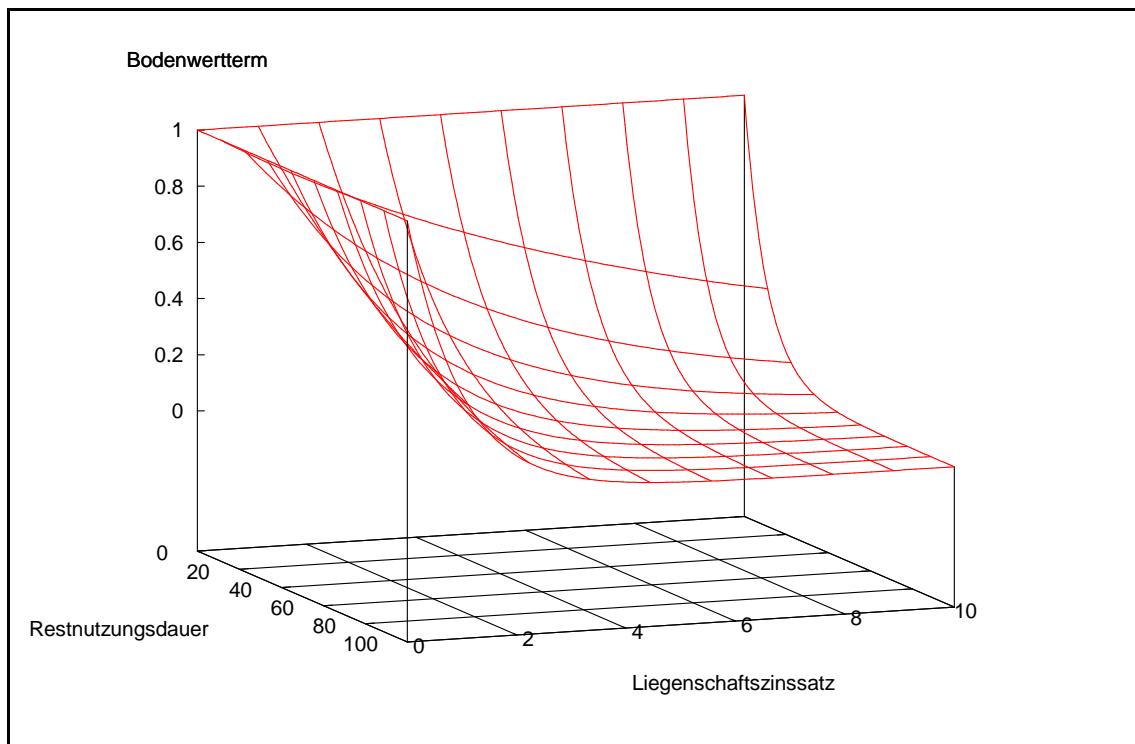
<sup>758</sup> Vgl. Siegesmund, Angelsächsisch ist nicht international, S. 8.

<sup>759</sup> Vgl. Siegesl.

**Formel 10: Anteil des Bodenwerts am Gesamtwert**

Mit steigender Restnutzungsdauer fällt der Bodenwertbestandteil des Ertragswerts degressiv ab. Für  $R_n \rightarrow \infty$  entfällt der Bodenwert-Term völlig, während der Vervielfältiger zum Kehrwert des Liegenschaftszinses bzw. ewigen Rente wird. Es ergibt sich für eine ewige Restnutzungsdauer somit die angloamerikanische Ertragswertformel, die in Deutschland auch als „Maklerformel“ bezeichnet wird:<sup>760</sup>

$$EW = RE \times \frac{1}{i}$$

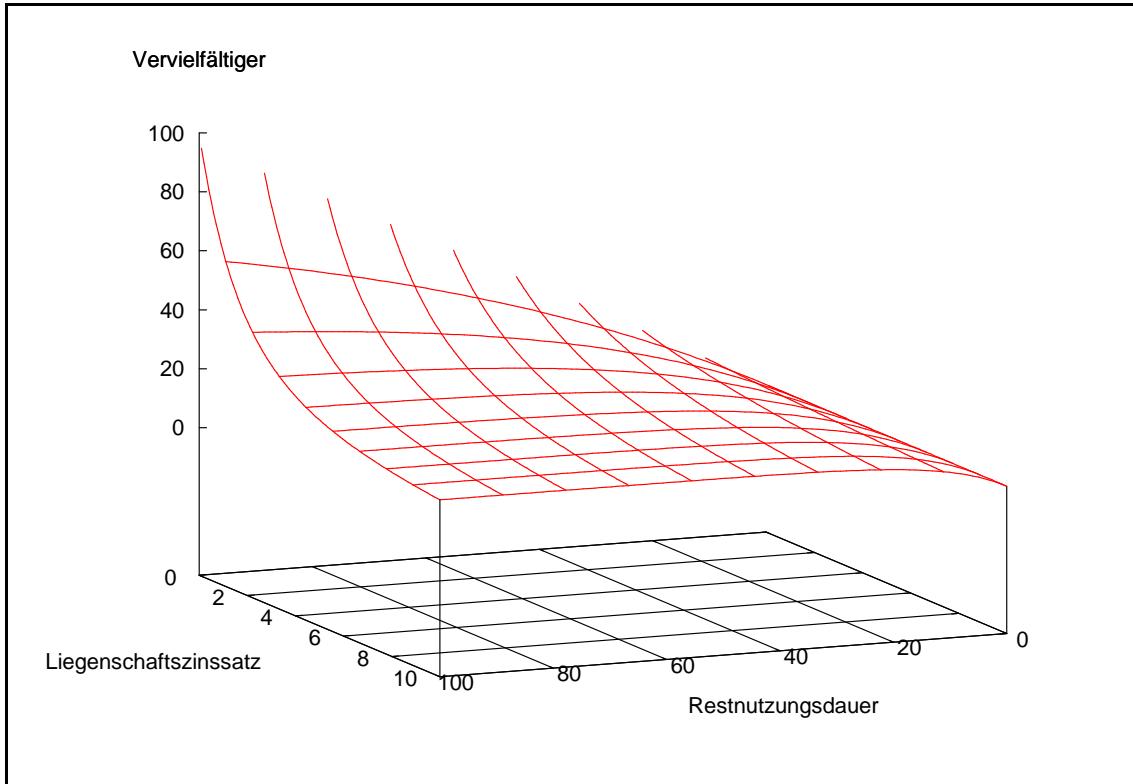
**Formel 11: Maklerformel**

**Abbildung 26: Bodenwertterm in Abhängigkeit von Liegenschaftzinssatz und Restnutzungsdauer**

**Quelle:** Eigene Darstellung

Die Betrachtung zeigt für Restnutzungsdauern  $> 0$  und  $< \infty$  zudem eine deutliche Verschiebung zwischen dem mit dem Vervielfältiger stark wachsenden Ertrags-Term und dem abnehmenden Bodenwert-Term. Ein weiterer Faktor ist der Liegenschaftzinssatz ( $i$ ). Mit steigendem Liegenschaftzinssatz fällt bei konstanter Restnutzungsdauer sowohl der Vervielfältiger als auch der Bodenwert-Term. Einen Überblick geben Abbildung 26 und Abbildung 27.

<sup>760</sup> Vgl. Kleiber, Was sind eigentlich die sog. Internationalen Bewertungsverfahren?, S. 203–205.



**Abbildung 27: Vervielfältiger in Abhängigkeit von Liegenschaftszinssatz und Restnutzungsdauer**

Quelle: Eigene Darstellung

Um den Einfluss des Bodenwerts auf den Gesamtwert in der Praxis realistisch abschätzen zu können, müssen Annahmen über typische Liegenschaftzinssätze und Restnutzungsdauern getroffen werden. Die Restnutzungsdauer ergibt sich aus der Subtraktion des Gebäudealters von der wirtschaftlichen Gesamtnutzungsdauer. Auch wenn sich Anhaltpunkte über die wirtschaftliche Nutzungsdauer verschiedener Gebäudearten finden lassen<sup>761</sup>, entscheidet letztlich die Situation im Markt über den anzusetzenden Wert. Die in Anlage 4 der Wertermittlungs-Richtlinien angeführten Werte für die wirtschaftliche Gesamtnutzungsdauer von baulichen Anlagen können als absolute Obergrenze angesehen werden.<sup>762</sup> Insbesondere bei modernen Büro- und Verwaltungsgebäuden in erstklassiger innerstädtischer Lage sind aufgrund der hohen Mieteransprüche Nutzungsdauern von 15–20 Jahren als marktkonform anzusetzen.<sup>763</sup>

Bei der Bestimmung der Restnutzungsdauer sind darüber hinaus die bei der Ermittlung der Liegenschaftzinssätze angesetzten Kriterien für die Bestimmung der Restnutzungsdauer identisch auf das Bewertungsobjekt anzuwenden, um einen Bruch der

<sup>761</sup> Vgl. Kleiber/Simon/Schröter, Verkehrswertermittlung von Grundstücken, S. 1583.

<sup>762</sup> Vgl. WertR 2002 Anlage 4.

<sup>763</sup> Vgl. Leopoldsberger/Thomas/Naubereit, Immobilienbewertung, S. 487.

Modellkonformität zu vermeiden.<sup>764</sup> Aufgrund der Tatsache, dass 70 % der Gutachterausschüsse Liegenschaftszinssätze nicht eigenständig ermitteln, sondern andere Quellen verwenden, muss angenommen werden, dass auch die Kriterien für die Festlegung der Restnutzungsdauer nicht hinreichend offengelegt werden.<sup>765</sup>

Die Problematik findet sich somit nicht – wie von MORGAN und HARROP angeführt – bei der eigentlichen Bestimmung der Restnutzungsdauer, sondern bei der Konformität mit der Vorgehensweise der zuständigen Gutachterausschüsse, wobei das Defizit in erster Instanz bei den Ausschüssen liegt.<sup>766</sup> Als Gründe hierfür können die geringe Anzahl verfügbarer Verträge, Mangel an Zeit zur sachgerechten Auswertung und zu wenig Personal in den Gutachterausschüssen angeführt werden.<sup>767</sup> Als Antwort hierauf empfehlen sich eine Standardisierung der von den Gutachterausschüssen erbrachten Leistungen und eine übergreifende digitale Vernetzung.<sup>768</sup>

Die zentrale Stärke der Bodenwertberücksichtigung zeigt sich bei kurzen Restnutzungsdauern und hohem Bodenwertanteil, während der Einfluss und das Fehlerpotential bei langfristiger und angemessener Nutzung der Liegenschaft erwartungsgemäß gering sind.<sup>769</sup> Nach der angelsächsischen Vorgehensweise wird eine kurze Restnutzungsdauer durch einen höheren Diskontierungszinssatz abgebildet, die Höhe der Anpassung muss jedoch den Bodenwertanteil am Gesamtwert berücksichtigen. Bei hohem Bodenwertanteil muss der Zinssatz theoretisch deutlich weniger erhöht werden. Ohne eine explizite Aussage über den Bodenwert, wie es in der britischen und amerikanischen Wertermittlung die Regel ist<sup>770</sup>, sind Anpassungen jedoch nicht transparent nachvollziehbar.<sup>771</sup>

Der theoretische Einfluss des Bodenwerts lässt sich effektiv über das Verhältnis von Reinertrag zu Bodenwert darstellen. Es zeigt sich, dass die Variation dieses Quotienten innerhalb der realistischen Grenzen von 0,1–0,5 für RE/BW keinen nennenswerten Einfluss auf das Verhältnis von Ertragswert zu Bodenwert (EW/BW) für marktübliche Restnutzungsdauern und Liegenschaftszinssätze ausübt.

---

<sup>764</sup> Vgl. Kleiber/Simon/Schröter, Verkehrswertermittlung von Grundstücken, S. 1112.

<sup>765</sup> Vgl. Walter, Der Liegenschaftszins - wird er überhaupt ermittelt?, S. 6; vgl. Rau, Immobilienbewertung, S. 14.

<sup>766</sup> Vgl. Rau, Immobilienbewertung, S. 14.

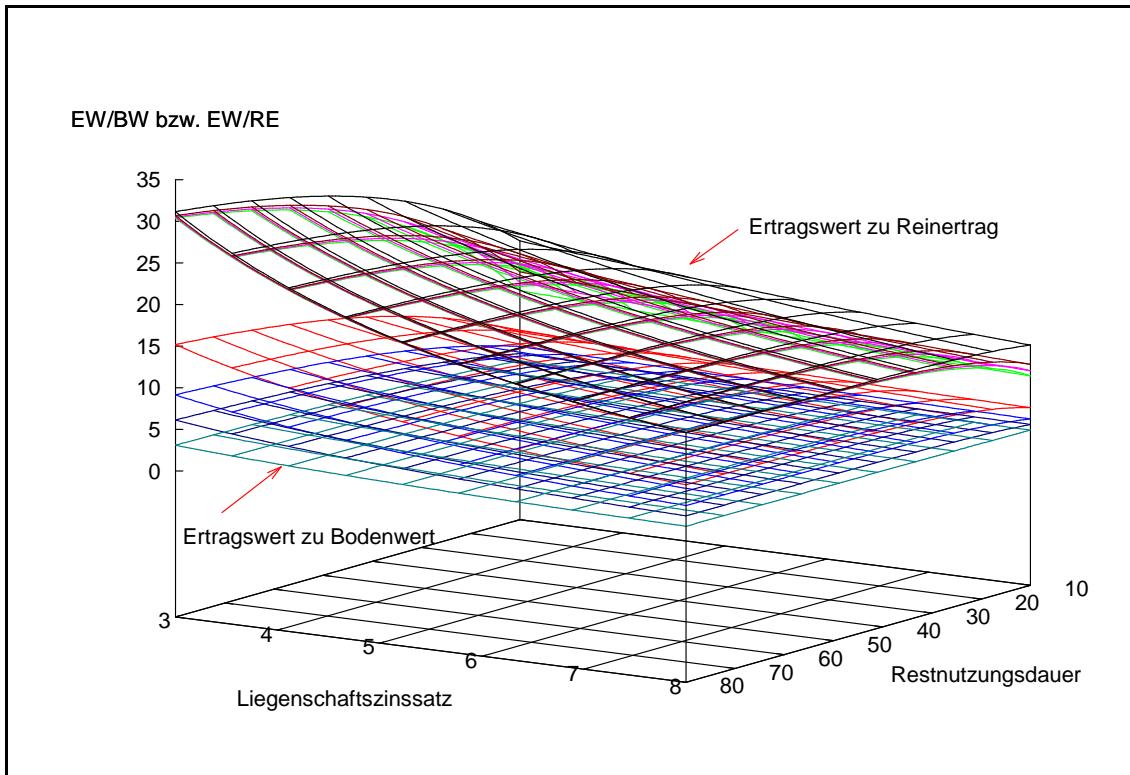
<sup>767</sup> Vgl. Möller, Liegenschaftszinssätze, S. 346f.

<sup>768</sup> Vgl. Schmalgemeier, Grundstücksmarkttransparenz, S. 350–357.

<sup>769</sup> Vgl. Linke, Fehleranfälligkeit des Ertragswertverfahrens, S. 339.

<sup>770</sup> Vgl. Siegesmund, Angelsächsisch ist nicht international, S. 8.

<sup>771</sup> Vgl. Simon, Quo Vadis?, S. 136.



**Abbildung 28: Einfluss des Quotienten von Reinertrag zu Bodenwert auf das Verhältnis von Ertragswert zu Bodenwert bzw. Reinertrag**

Quelle: Eigene Darstellung

Dies verdeutlicht Abbildung 28. Die drei unteren Ebenen stellen das Verhältnis von Ertragswert zu Reinertrag in Abhängigkeit des Quotienten RE/BW dar. Während hier noch ein sichtbarer Einfluss des Quotienten und somit des Bodenwert festzustellen ist, liegen die drei oberen Ebenen, die das Verhältnis von Ertragswert zu Bodenwert wiedergeben unabhängig vom Quotienten dicht beieinander. Lediglich für sehr kurze Restnutzungsdauern und geringe Liegenschaftszinssätze ist eine leichte Differenz erkennbar.

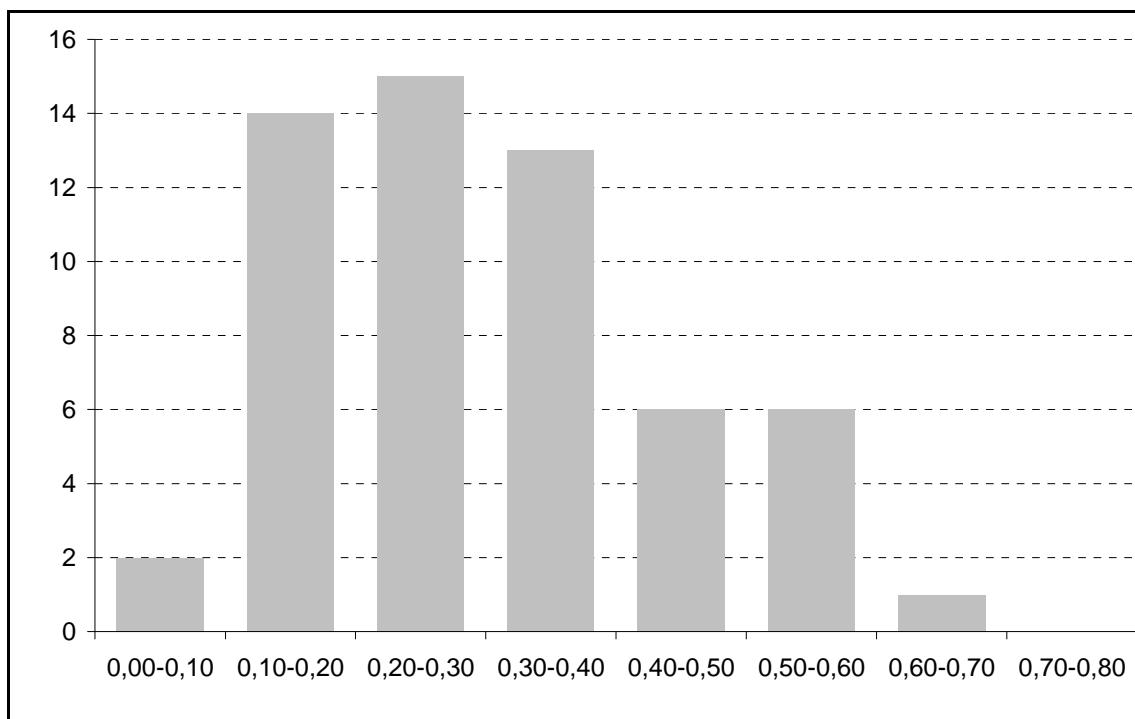
Um diese theoretische Betrachtung zu verifizieren, kann das Modell durch empirische Bewertungsdaten getestet werden. Hierfür wurde ein repräsentatives Datenset aus 57 zur Anlage gehaltenen Gewerbeimmobilien von der Investment Property Databank GmbH bereitgestellt. Der geographische Schwerpunkt des Datensets liegt in Frankfurt, weitere Standorte sind unter anderem Hamburg, Köln und München. Die häufigste Nutzungsform der enthaltenen Immobilien ist – entsprechend den im Markt vorzufindenden Anlageimmobilientypen – Bürofläche gefolgt von gemischter Nutzung sowie reinen Handelsflächen.

Für die Immobilien liegen folgende empirischen Größen vor:

- Ertragswert
- Bodenwert
- Restnutzungsdauer
- Gesamtnutzungsdauer

- Jahresreinertrag
- Liegenschaftszinssatz

Das arithmetische Mittel der Quotienten aus Reinertrag und Bodenwert beträgt für das verwendete Datenset 0,3051 – und liegt somit im zentralen Bereich der theoretischen Betrachtung – bei einer Standardabweichung von 0,1365. Die Verteilung der Quotienten kann Abbildung 29 entnommen werden. Die Quotienten wurden nach Kolmogorow-Smirnow und Shapiro-Wilk auf Normalverteilung geprüft, die hiernach unterstellt werden kann.<sup>772</sup>



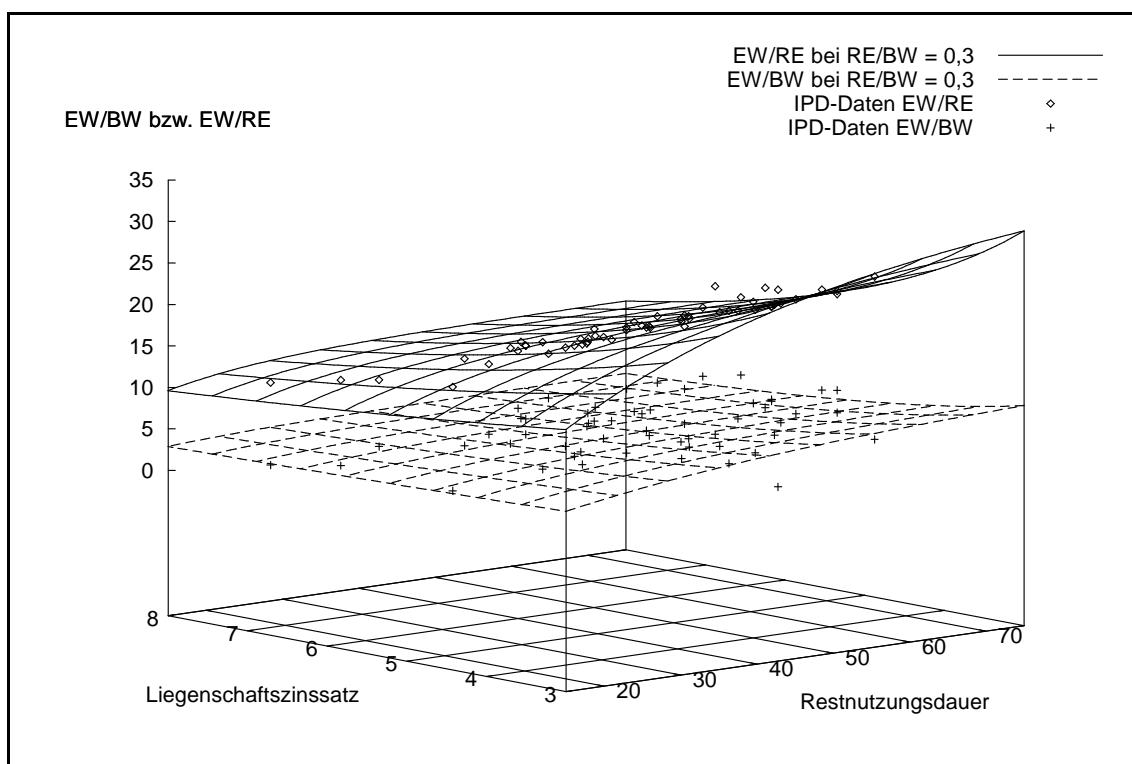
**Abbildung 29: Verteilung des Quotienten aus Reinertrag und Bodenwert im Datenset**  
Quelle: Eigene Darstellung, Daten: Investment Property Databank GmbH

Zum Test der Annahme, dass der Quotient keinen signifikanten Einfluss auf den Gesamtertragswert hat, wurden die empirischen Bewertungsdaten in das Modell eingebunden, wobei zur Vereinfachung lediglich die Funktionen von Ertragswert zu Bodenwert sowie Ertragswert zu Reinertrag für einen Quotienten von 0,3 – entsprechend dem arithmetischen Mittel des Datensets – verwendet wurden. Während die empirischen Bewertungsverhältnisse von Ertragswert zu Bodenwert noch die zu erwartenden Abweichungen zur Modellfunktion aufweisen (untere Ebene Abbildung 30) liegen die empirischen Datenpunkte für das Verhältnis von Ertragswert zu Reinertrag wie theoretisch prognostiziert dicht an der Modellfunktion (obere Ebene Abbildung 30). Somit ist die theoretische

<sup>772</sup> Beide Tests konnten die Nullhypothese, dass die Stichproben aus einer normalverteilten Grundgesamtheit stammen, nicht zurückweisen. (Prüfgrößen: Kolmogorow-Smirnow:  $D = 0,0771$  und Shapiro-Wilk:  $W = 0,9643$ ).

Annahme, dass der Bodenwert im Rahmen marktüblicher Bewertungsparameter keinen signifikanten Einfluss auf den Gesamtwert hat, empirisch belegt.

Die empirischen Daten für das Verhältnis von Reinertrag zu Ertragswert weisen zu den anhand der Modellfunktion prognostizierten Werten bei einem fixen Quotienten für RE/BW von 0,3 einen Korrelationskoeffizienten von 0,9511 und ein Bestimmtheitsmaß von 0,9046 auf. Der relative mittlere Fehler<sup>773</sup> beträgt lediglich 3,09 %. Bedeutender ist jedoch die Tatsache, dass selbst bei einem sehr hohen Bodenwert die Korrelation bestehen bleibt. Bei Ansatz des niedrigsten im Datenset vorliegenden Quotienten (RE/BW = 0,0742) ergibt sich ein Korrelationskoeffizient zwischen dem empirischen und prognostizierten Verhältnis von Ertragswert zu Reinertrag von 0,9361 und ein Bestimmtheitsmaß von 0,8762. Der relative mittlere Fehler beträgt hier 6,47 %.



**Abbildung 30: Empirisches Verhältnis von Ertragswert zu Bodenwert bzw. Reinertrag**  
Quelle: Eigene Darstellung, Daten: Investment Property Databank GmbH

Der hohe Zusammenhang zwischen empirischen und der auf Basis eines unterstellten fixen Verhältnisses von Reinertrag zu Bodenwert prognostizierten Daten darf nicht überraschen, da der effektive Einfluss des Bodenwerts für die im Datenset enthaltenen Bewertungsfälle aufgrund der im Schnitt hohen Restnutzungsdauer erwartungsgemäß

<sup>773</sup> Definiert als arithmetisches Mittel der Beträge der Differenzen der Quotienten aus Modellwert und empirischen Wert.

gering ausfällt. Der in Abbildung 26 dargestellte Bodenwertterm fällt mit steigender Restnutzungsdauer und Liegenschaftszinssatz nach:

$$\frac{1}{(1+i)^{\text{RND}}}$$

ab.<sup>774</sup> Der diskontierte Bodenwert stellt bei den im Datenset vorliegenden Restnutzungsdauern nur noch einen vernachlässigbaren Anteil vom Gesamtertragswert dar. Der durchschnittliche prozentuale Anteil des diskontierten Bodenwerts am Gesamtwert beträgt 2,74 % bei einer Standardabweichung von 3,67 %, der maximale Anteil im Set beträgt 18,95 % bei einer Restnutzungsdauer von 21 Jahren.<sup>775</sup> In 89,47 % der Bewertungsfälle beträgt der Bodenwertanteil unter 5 % des Gesamtwerts, lediglich bei 7,02 % liegt er bei über 10 %. In genau einem Drittel aller Bewertungsfälle im Set liegt der Bodenwertanteil sogar unter 1 %.

Die Redundanz der Bodenwertberücksichtigung lässt sich zudem mittels der Anwendung des vereinfachten Ertragswertverfahrens belegen. Im Vergleich der empirisch vorliegenden Ertragswerte mit den sich aus den verwendeten Liegenschaftszinssätzen und Restnutzungsdauern ergebenden vereinfachten Ertragswerten ergibt sich eine durchschnittliche absolute Abweichung von lediglich 3,74 % bei einer maximalen Abweichung von 16,29 % und einer Standardabweichung von 3,80 %. Der Korrelationskoeffizient für die empirischen und die vereinfachten Ertragswerte beträgt 0,9989 bei einem Bestimmtheitsmaß von 0,9978. Das vereinfachte Ertragswertverfahren kann folglich in hohem Maße die vollständige Ertragswertermittlung in den vorliegenden Fällen abbilden.<sup>776</sup>

Für eine Harmonisierung bedeutet dies, dass Ertragswertermittlungen für Gewerbeimmobilien ohne explizite Berücksichtung des Bodenwerts auch nach deutschen Standards als marktgerecht gelten müssen und die explizite Bodenwertberücksichtigung kein notwendiges Harmonisierungsziel darstellt. Im Sinne der Nachvollziehbarkeit und Transparenz der Wertermittlung sollte jedoch als Mindeststandard eine Offenlegung der Annahmen bezüglich des Bodenwertanteils am Ertrag und Gesamtwert vorgesehen werden, um den Bewertungsadressaten einen Einblick in das Kalkül des Sach-

---

<sup>774</sup> Vgl. Formel 10: Anteil des Bodenwerts am Gesamtwert.

<sup>775</sup> Die kürzeste im Set enthaltene Restnutzungsdauer beträgt 18 Jahre. Der Bodenwertanteil beträgt hier jedoch nur 16,47 %.

<sup>776</sup> Beachtlich ist zudem, dass die häufig als unprofessionell eingestufte Maklerformel einen mittleren relativen Fehler von nur 8,77 % und einen Korrelationskoeffizienten von 0,98 aufweist. Allerdings beträgt die maximale Abweichung inakzeptable 36 %.

verständigen, insbesondere mit Bezug auf die Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes, zu gewähren.<sup>777</sup>

### 5.1.4 Discounted-Cashflow-Verfahren

DCF- bzw. Barwertverfahren<sup>778</sup> fanden ursprünglich vornehmlich in der Investitionsrechnung Anwendung. Der Wert ergibt sich – wie der Name bereits sagt – aus der Diskontierung der mit dem Eigentum der Immobilie verbundenen Zahlungsströme (Barwertermittlung). Es zählt in Deutschland zu den nicht normierten Verfahren<sup>779</sup>, in Großbritannien zu den Growth Explicit Models<sup>780</sup> und in den USA wird es als Yield Capitalization<sup>781</sup> bezeichnet.

In den letzten 40 Jahren hat die DCF-Bewertung in der Immobilienwertermittlung zweifelsfrei eine wachsende Rolle gespielt. Hierfür lassen sich vor allem die zunehmende Aktivität institutioneller Investoren und die seit den 1970er Jahren steigenden Mietwachstums- und Inflationsraten anführen.<sup>782</sup> Mit der Etablierung der Immobilie als Anlageobjekt kommt der Wunsch nach einer adäquaten Investitionsrechnung auf, die sich leicht aus einer DCF-Bewertung ableiten lässt.<sup>783</sup> Polarisierend kann der Verkehrswert bei dieser Methode als „Abfallprodukt“<sup>784</sup> bezeichnet werden. Allerdings nimmt die DCF-Bewertung abgesehen von einigen Ausnahmen<sup>785</sup> wie bspw. die Niederlande und Schweden weder in der nationalen noch in der internationalen Wertermittlung – wie von einigen Autoren unterstellt – eine dominante Position ein.<sup>786</sup> Auch im Rahmen der International Financial Reporting Standards, die als Indiz einer internationalen Anerkennung bzw. Etablierung dienen könnten, spielt die DCF-Bewertung eine nachrangige Rolle.<sup>787</sup>

---

<sup>777</sup> Hierbei ist die Verfügbarkeit von entsprechenden Daten für den betroffenen Markt bei den Anforderungen an die Detaillierung der Offenlegung zu berücksichtigen. Die flächen-deckende Bereitstellung von Bodenrichtwerten ist eine deutsche Besonderheit. Vgl. Kleiber, Interview; vgl. Hansche, Verzicht auf Bodenrichtwerte - Sorglosigkeit oder Vorsicht?, S. 141–143.

<sup>778</sup> Alternativ auch Prognoseverfahren.

<sup>779</sup> Vgl. Leopoldsberger/Thomas/Naubereit, Immobilienbewertung, S. 470.

<sup>780</sup> Vgl. S. 117.

<sup>781</sup> Vgl. S. 139.

<sup>782</sup> Vgl. White et al., Internationale Bewertungsverfahren für das Investment in Immobilien, S. 107f.

<sup>783</sup> Vgl. Vogel, Angelsächsische Investitionsverfahren und marktorientierte Verkehrswertermittlung in Deutschland, S. 204; vgl. Oppitz, Kapitalwerte von Grundstücken, S. 348.

<sup>784</sup> Vgl. Simon, Europäische Standards für die Immobilienbewertung, S. 140.

<sup>785</sup> Vgl. McParland/Adair/McGreal, Valuation Standards, S. 134f.

<sup>786</sup> Vgl. Kleiber, Was sind eigentlich die sog. Internationalen Bewertungsverfahren?, S. 195; vgl. Hök, Discounted Cash Flow-Verfahren in Frankreich, S. 284.

<sup>787</sup> Vgl. Kapitel 6.

Die DCF-Bewertung zählt zu den dynamischen Verfahren. Hier zeigt sich der grundlegendste Unterschied zu den klassischen ertragsorientierten Immobilienbewertungsverfahren, da eine explizite Prognose der zukünftigen Perioden anstelle einer einzigen repräsentativen in das Verfahren einfließt. Im Umkehrschluss wären die ertragsorientierten einperiodigen Verfahren als „statisch“ einzustufen.<sup>788</sup> Diese Interpretation ist allerdings inadäquat, da auch hier die Kapitalisierung auf Basis eines dynamischen Liegenschaftszinssatzes bzw. Vervielfältigers erfolgt.<sup>789</sup> Die definitorische Frage, inwiefern eine nachhaltige Periode im Vergleich zu mehreren prognostizierten Perioden als statisch zu beurteilen ist, stellt eher ein semantisches Problem dar.

Hierbei handelt es sich vornehmlich um ein semantisches Missverständnis. Beide Ansätze sind dynamisch im Sinn von zukunftsbezogen, technisch ist kein Unterschied zwischen der Prognose einer (repräsentativen bzw. nachhaltigen) bzw. mehrer Perioden zu begründen. Der Unterschied liegt in den zwangsläufig konstanten Überschüssen bei der Verwendung eines Vervielfältigers und der Modellierung variabler Überschüsse bei der expliziten Diskontierung.

Im Vergleich der Verfahren stellt sich vielmehr die Frage, welchen Zusatznutzen die Prognose und Analyse mehrerer Perioden gegenüber dem einperiodigen Verfahren bieten. Die Beschränkung auf eine Prognoseperiode muss nicht als Aufwandsvermeidung des Sachverständigen ausgelegt werden, sondern kann vielmehr dessen Einsicht spiegeln, dass eine hinreichend genaue Vorhersage der Zahlungsströme über die kommenden 10 bis 15 Jahre schwierig oder schlichtweg unmöglich ist. Die Prognose stellt bei DCF-Verfahren die entscheidenden Quelle für Ungenauigkeit dar.<sup>790</sup> Eine detaillierte Prognose führt somit keineswegs zwangsläufig zu präziseren Ergebnissen.<sup>791</sup> Vielmehr besteht die Gefahr einer Scheingenaugkeit.<sup>792</sup> Die Verwendung einer repräsentativen nachhaltigen Periode unterliegt denselben Prognoseschwächen wie sie bei einer Einzelperiodenprognose gegeben sind, jedoch wird durch die Beschränkung auf eine Periode die Zukunftunsicherheit offenkundig und Erwartungslücken bei Bewertungsadressaten wird vorgebeugt.<sup>793</sup>

---

<sup>788</sup> Vgl. Harrop/Morgan, Die dynamischen Bewertungsmethoden haben sich bisher kaum durchsetzen können, S. 13; Rottke/Wernecke, Ein Immobilienwert ist nicht nur objektiv, S. 30.

<sup>789</sup> Vgl. Kleiber, Was sind eigentlich die sog. Internationalen Bewertungsverfahren?, S. 201.

<sup>790</sup> Vgl. Unterreiner, Für das Ertragswertverfahren, S. 5.

<sup>791</sup> Vgl. Simon, Europäische Standards für die Immobilienbewertung, S. 140.

<sup>792</sup> Vgl. BIIS, Bewertung in der Schieflage?, S. 27f.

<sup>793</sup> Bei absehbaren, substantiellen zukünftigen Veränderung der Ertragsverhältnisse, wie sie sich aus auslaufenden Mietverträgen ergeben können, kann eine Einzelprognose vorgezogen werden.

Eine weitere potentielle Schwäche liegt in der Tendenz zur Fehlerfortpflanzung, die am Ende des Beobachtungszeitraums auftreten kann. Der Restwert des Objekts wird in der Regel durch die Kapitalisierung der letzten prognostizierten Periode ermittelt. Eventuelle Fehler werden somit bei der Restwertschätzung potenziert.<sup>794</sup> Durch die Bestimmung des Restwerts anhand der letzten Periode greift die DCF-Methode auf genau den Ansatz zurück, der von dessen Befürworten beim Ertragswertverfahren bemängelt wird. Es handelt sich praktisch um eine Verschiebung der Problematik in die Zukunft.<sup>795</sup> Selbst der diskontierte Einfluss des Restwerts ist erheblich und beträgt in Abhängigkeit von Mietentwicklung und Diskontierungszinssatz oft mehr als die Hälfte des Gesamtwerts.<sup>796</sup> Exemplarisch gibt Abbildung 31 einen Eindruck vom Anteil des Restwerts am Gesamtwert bei zehnjähriger Prognose, konstanten Cashflows und Diskontierungszinssätzen.

Neben der Problematik der Prognosegenauigkeit stellt sich die Frage der Ableitung objektivierter Diskontierungszinssätze.<sup>797</sup> Bisher gibt es kein einheitliches Vorgehen, nach dem objektivierte und differenzierte Diskontierungszinssätze abgeleitet werden können.<sup>798</sup> Die Ableitung des Diskontierungszinssatzes wird in der Literatur häufig nur kurz umrissen oder sogar gänzlich ausgeblendet. Die überwiegende Mehrheit greift hierfür auf einen kapitalmarktorientierten Ansatz zurück. Der Diskontierungszinssatz ergibt sich dabei grundsätzlich aus dem um (subjektive) risikoabhängige Zu- und Abschläge korrigierten Kapitalmarktzins.<sup>799</sup>

Dieser synthetische Ansatz, der auch im Capital Asset Pricing Model (CAPM) bei der Bewertung von Wertpapieren zum Einsatz kommt, bietet jedoch ohne ein quantifizierbares Risikomaß (wie dem Beta-Wert beim CAPM) keine Objektivität.<sup>800</sup> Die in der Immobilienfachliteratur vorgeschlagene pauschale Addition von 1–3 % auf die Verzinsung von Bundesobligationen<sup>801</sup> birgt neben der fehlenden Differenzierung von Immobilientypen und Risikoklassen die Problematik, dass der Kapitalmarktzins direkten Einfluss auf den Immobilienwert erhält. Darüber hinaus zeigen empirische Untersuchungen, dass das Verhältnis von Immobilienrenditen und Kapitalmarktzinsen umgekehrt proportional ist.

---

<sup>794</sup> Vgl. Simon, Wertermittlung eines Mietwohngrundstücks unter Anwendung verschiedener Wertermittlungsverfahren, S. 112.

<sup>795</sup> Vgl. Brand, Verfahrenskritik zum Discounted-Cash-Flow-Verfahren in der Grundstücksbe-wertung, S. 213.

<sup>796</sup> Vgl. Engel, Das Aus für die DCF-Methode?, S. 330.

<sup>797</sup> Vgl. Brand, Verfahrenskritik zum Discounted-Cash-Flow-Verfahren in der Grundstücksbe-wertung, S. 213.

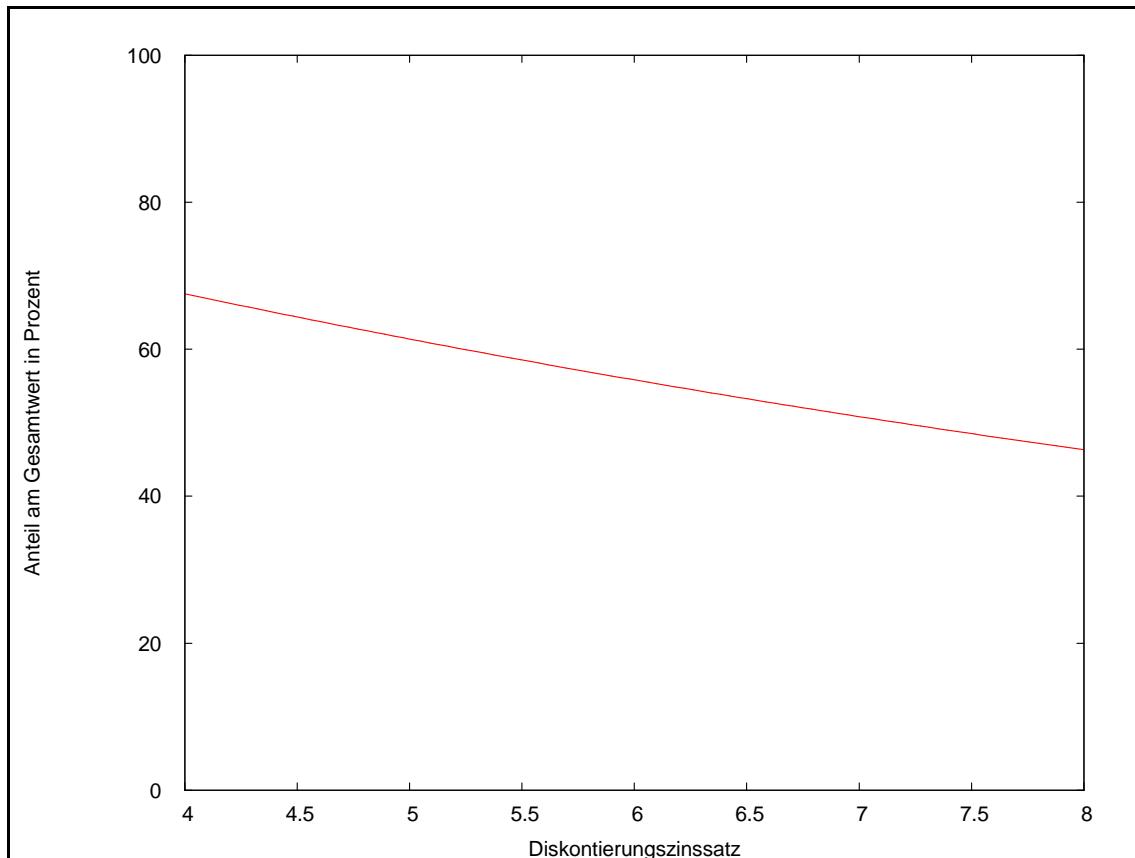
<sup>798</sup> Vgl. Behrendt/Baumunk, Discounted-Cash-Flow-Verfahren, S. 11.

<sup>799</sup> Vgl. Engel, Das Aus für die DCF-Methode?, S. 330.

<sup>800</sup> Vgl. Schulte, Stellungnahme zum Diskontierungszinssatz bei der DCF Bewertung des Immobilienbestandes der Deutsche Wohnen AG nach IAS 40, S. 8–10.

<sup>801</sup> Vgl. Behrendt/Baumunk, Discounted-Cash-Flow-Verfahren, S. 11.

Somit widerspricht eine direkte Kopplung von Kapitalmarktzinsen mit Diskontierungszinssätzen in der Immobilienbewertung der Realität des Immobilienmarkts und muss zu grundsätzlich falschen Ergebnissen führen.<sup>802</sup> Es lässt sich zusammenfassen, dass eine kapitalmarktorientierte Ableitung des Kapitalisierungzinssatzes für Zwecke der Immobilienbewertung nicht sachgerecht ist.<sup>803</sup>



**Abbildung 31: Anteil des Restwerts am Gesamtwert beim DCF-Verfahren**  
Quelle: Eigene Darstellung

Als sinnvollere Alternative sollte auf die Ableitung aus Immobilienmarktdaten zurückgegriffen werden, wie sie auch der Ermittlung des Liegenschaftszinssatzes zugrunde liegt. Hier erweisen sich jedoch die Verfügbarkeit, Qualität und Konsistenz von Transaktions- und Mietdaten als Hindernisse für die praktische Umsetzung. Der Bedarf für eine Stan-

<sup>802</sup> Vgl. Kishore, Discounted cash flow analysis in property investment valuations, S. 68, als Nebeneffekt der umgekehrten Proportionalität ergeben sich erhebliche Portfoliodiversifizierungspotentiale. Eine positive Korrelation lässt sich nur unter eingeschränkten Bedingungen und der Berücksichtigung von Zeitverzögerung herstellen. Vgl. Quan/Titman, Do Real Estate Prices and Stock Prices Move Together?, S. 204–206.

<sup>803</sup> Vgl. Behrendt/Baumunk, Discounted-Cash-Flow-Verfahren, S. 11; vgl. Schulte, Stellungnahme zum Diskontierungszinssatz bei der DCF Bewertung des Immobilienbestandes der Deutsche Wohnen AG nach IAS 40, S. 22; für einen immobilienbezogenen CAPM-Ansatz, der auf Tobins Q Theory aufbaut, vgl. McDonald, The Q Theory of Investment, the Capital Asset Pricing Model and Real Estate Valuation, S. 271–286.

dardisierung ist um Größenordnungen beträchtlicher als bei der Liegenschaftszinssatzermittlung. Das DCF-Verfahren ist im Gegensatz zum Ertragswertverfahren nicht normiert, was die Bereitstellung von adäquaten Bewertungsdaten und Kapitalisierungszinssätzen erheblich erschwert. Aufgrund der verschiedenen heterogenen Ausprägungen des DCF-Verfahrens ist eine methodologisch korrekte, retrograde Bestimmung des Kapitalisierungszinses, die einer Ermittlung des internen Zinsfußes der Vergleichstransaktionen entspräche, kaum durchführbar, wie auch ein Gutachten des IREBS Institut für Immobilienwirtschaft feststellt.<sup>804</sup>

Diese Schwäche wurde auch im Rahmen eines Entwurfs der gif zur Standardisierung des DCF-Verfahrens nicht aufgegriffen. Insbesondere wurde die Ableitung aus Markttransaktionen mit der Ableitung aus anderen Anlageformen gleichgestellt.<sup>805</sup> Die Hindernisse für eine Markableitung wurden weder thematisiert noch wurden Vereinfachungsvorschläge erarbeitet. Die als alternative vorgeschlagene Bestimmung des Kapitalisierungszinses über den risikofreien Zinssatz, der um aus dem Markt abgeleitete Risikoprämien anzupassen ist, weist – wie bereits dargelegt – inhärente Schwächen auf. Weiterhin wird als Regelfall die Bestimmung des Restwerts mittels Rohertragsfaktoren vorgeschlagen, ohne einen oberen Grenzwert für den Anteil des Restwerts am Gesamtwert vorzugeben, der einer Degradierung des DCF-Verfahrens zur Maklermethode vorbeugen könnte.<sup>806</sup>

Aufgrund der fehlenden nationalen Normierung und der beträchtlichen Komplexität erscheint eine internationale Harmonisierung für das DCF-Verfahren zum aktuellen Zeitpunkt zu weit gegriffen. Der Harmonisierung müssen eine fachgerechte Etablierung des DCF-Ansatzes in der Immobilienwertermittlung sowie eine Normierung der Bewertungsparameter vorangehen. Beides zeichnet sich gegenwärtig noch nicht ab.<sup>807</sup>

---

<sup>804</sup> Vgl. Schulte, Stellungnahme zum Diskontierungszinssatz bei der DCF Bewertung des Immobilienbestandes der Deutsche Wohnen AG nach IAS 40, S. 19f.

<sup>805</sup> Vgl. Altmeppen, Marktgerechtes DCF-Verfahren für Deutschland, S. 7.

<sup>806</sup> Vgl. gif, Standardisierung des DCF-Verfahrens, S. 13f.

<sup>807</sup> Vgl. Engel, Das Aus für die DCF-Methode?, S. 332; vgl. Behrendt/Baumunk, Discounted-Cash-Flow-Verfahren / Teil 2, S. 10.

## 5.2 Standardisierung der Parameter und Terminologie

### 5.2.1 Bewertungsparameter als Ausgangspunkte einer Harmonisierung

#### 5.2.1.1 Erweiterter Kontext der Immobilienbewertung

Im Zentrum der Harmonisierungsbestrebungen der Immobilienwertermittlung standen bisher vorrangig die Wertdefinitionen.<sup>808</sup> Dies liegt aus theoretischer und praktischer Sicht nahe. Bewertungstheoretisch bildet die Wertdefinition sowohl das Fundament als auch die Zielvorgabe der Wertermittlung, was sie als erstes Harmonisierungsziel prädestiniert. Gleichzeitig sind Wertdefinitionen unter praktischen Aspekten ein guter Ansatzpunkt in der Harmonisierung, da sie im Gegensatz zu Standards und Methoden wenige zu berücksichtigende Interdependenzen aufweisen und eine Angleichung über die Anpassung der begrifflichen Definitionen verhältnismäßig einfach umzusetzen ist. Mit der Verabschiedung und Veröffentlichung des Market Value durch das IVSC, an dessen Formulierung alle entscheidenden Sachverständigenverbände beteiligt waren, sowie der sich abzeichnenden allgemeinen internationalen Akzeptanz der Definition, darf dieses Ziel als weitgehend erreicht gelten.<sup>809</sup>

Eine einheitliche, international anerkannte Wertdefinition kann jedoch nur als erster Schritt gelten. Das geht auch aus den Zielsetzungen des IVSC und der TEGoVA hervor.<sup>810</sup> Für eine differenzierte Betrachtung der möglichen Harmonisierungsbereiche in der Immobilienbewertung ist es zweckdienlich, die Wertermittlung in abgrenzbare Elemente zu trennen. Die traditionelle Unterteilung der Immobilienbewertung aus internationaler Sicht wird in Abbildung 25 dargestellt.<sup>811</sup> Die Elemente der Immobilienbewertung werden hiernach in drei hierarchische Ebenen: Standards, Wertdefinitionen und Methoden aufgeteilt. Unter dieser Auffassung stellen die Standards die Wertdefinitionen bereit, die ihrerseits – teils in den Standards verankert – die anwendbaren Methoden vorgeben.<sup>812</sup>

<sup>808</sup> Vgl. Vella, Interview; vgl. Edge, Interview; vgl. Sayce/Connellan, Convergence of Valuation Standards, S. 1.

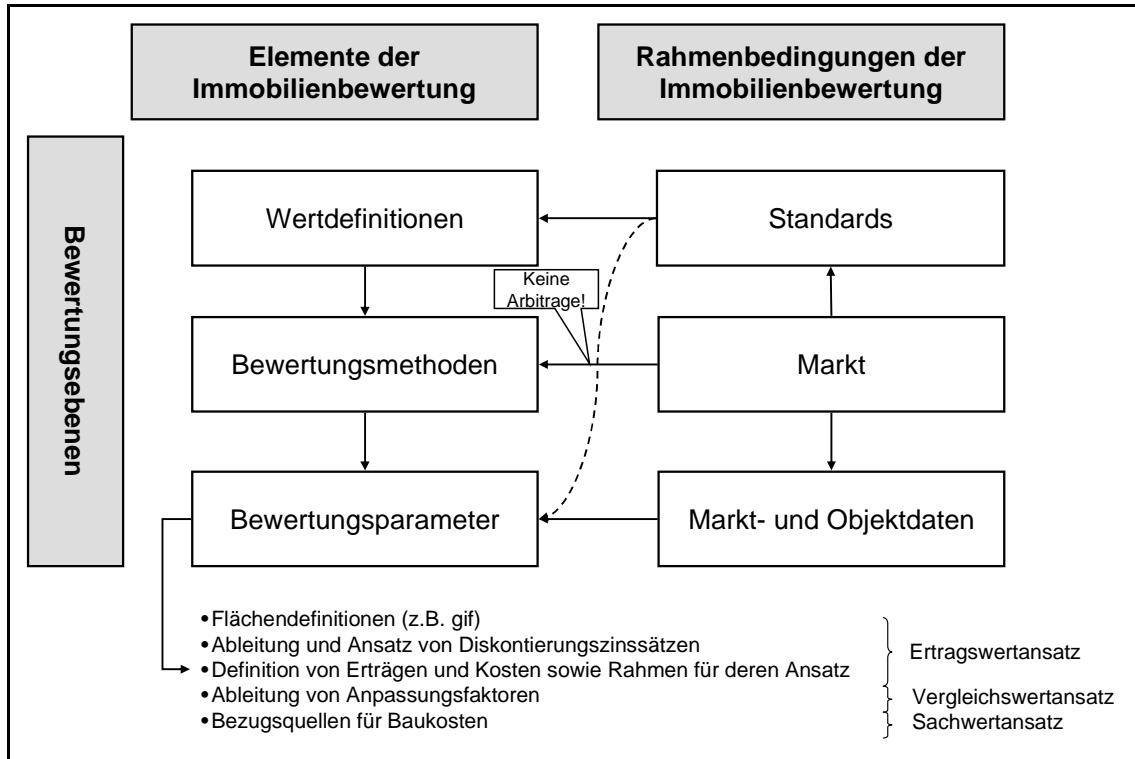
<sup>809</sup> Hierfür sprechen die direkte Umsetzung bzw. Anwendung der Definition in Großbritannien und den USA sowie die Anerkennung der materiellen Identität zum Verkehrswert in Deutschland. Vgl. Milgrim, International Valuation Standards for Global Property Markets, S. 3; vgl. Kleiber, Was sind eigentlich die sog. Internationalen Bewertungsverfahren?, S. 193.

<sup>810</sup> Vgl. IVSC, Committee Purpose; vgl. TEGoVA, TEGoVA im Kurzportrait.

<sup>811</sup> Vgl. S. 194.

<sup>812</sup> Vgl. Edge, The Globalization of Real Estate Appraisal, S. 84.

Für ein tiefer gehendes Verständnis ist es jedoch hilfreich, den erweiterten Kontext der Immobilienbewertung zu berücksichtigen.<sup>813</sup> Es bietet sich eine Aufteilung in Elemente und Rahmenbedingungen der Immobilienbewertung an. Es ergibt sich ein in drei Ebenen aufgeteiltes Zweisäulenkonzept der Immobilienbewertung, das die Zusammenhänge zwischen den Elementen und den Rahmenbedingungen der Immobilienbewertung wiedergibt, wie Abbildung 32 zeigt.



**Abbildung 32: Erweiterter Kontext der Immobilienbewertung**  
Quelle: Eigene Darstellung

Die Bewertungsstandards sind in diesem Zusammenhang nicht mehr ein Element der Immobilienbewertung, sondern stellen eine Rahmenbedingung der Wertermittlung dar. Während für die Elemente der Immobilienbewertung weiterhin eine hierarchische Struktur gilt, determiniert der Markt als zentrale Rahmenbedingung sowohl Standards (langfristig) als auch die Marktdaten (kurzfristig). Zudem wird hier der Einfluss der Marterwartungen auf die Methodenwahl ersichtlich nach der Maxime: der Markt gibt Methode vor.<sup>814</sup>

Dieser Zusammenhang lässt sich bereits aus der Marktwertdefinition ableiten. Die Zielsetzung der Wertermittlung liegt in der präzisen Abbildung des Wertkalküls der Markt-

<sup>813</sup> Vgl. Downie et al., The context of valuation practice in Europe, S. 1–11.

<sup>814</sup> Vgl. Vella, Interview; vgl. Simon, Interview.

teilnehmer.<sup>815</sup> Hieraus folgt, dass die Bewertungsmethode den marktüblichen Ansätzen entsprechen muss und folglich vom Markt determiniert wird. Weiterhin ist es irrelevant, inwiefern das Marktkalkül die wirtschaftliche Realität abbildet. Eine ökonomisch „genauere“ Bewertungsmethode wäre auch im Fall eines unökonomischen Marktkalküls nicht vorzuziehen, da im Immobilienmarkt Arbitrage im engen Sinn nicht möglich ist<sup>816</sup> und somit der Markt nicht kurzfristig mittels der überlegenen Methode in ein neues Gleichgewicht geführt werden könnte.

### 5.2.1.2 Bewertungsparameter als Fundament der Wertermittlung

Als neues Bewertungselement kommen die Bewertungsparameter hinzu. Es lässt sich zwar argumentieren, dass die Parameter integraler Bestandteil der Methoden sind und diese determinieren, jedoch kommt den Parametern bei genauer Betrachtung sowohl bewertungstechnisch als auch unter Harmonisierungsgesichtspunkten eine eigenständige Bedeutung zu. Mit der Anzahl der Parameter steigen Komplexität und Fehlerpotential einer Bewertung.<sup>817</sup> Die eigenständige Rolle der Parameter zeigt sich am Beispiel der Restnutzungsdauerproblematik.<sup>818</sup> Unter dem Aspekt der Harmonisierung stellen die Parameter eine besondere Herausforderung dar. Im internationalen Vergleich variiert nicht nur die Art der in der Wertermittlung eingesetzten Parameter, sondern auch deren Ermittlung, Bereitstellung und generelle Verfügbarkeit.<sup>819</sup>

Bewertungsparameter und die ihnen unterliegenden Markt- und Objektdaten bilden das Fundament der Immobilienwertermittlung. Unabhängig vom verwendeten Verfahren geben die Bewertungsparameter Aufschluss über die den Immobilienwert determinierenden Faktoren. Identische Parameter bedeuten jedoch nicht gleichzeitig, dass identische Datentypen verwendet werden. Als anschauliches Beispiel kann ein vergleichsorientierter Bewertungsansatz herangezogen werden. Im einfachen Vergleich ergibt sich der Immobilienwert aus zwei Größen. Typische Bewertungsparameter sind:

- Vergleichspreis pro Flächeneinheit
- Fläche des Bewertungsobjekts

Der Vergleichswert ergibt sich aus der Multiplikation beider Faktoren. Hierbei müssen zwei Aspekte berücksichtigt werden. Zunächst muss sichergestellt werden, dass es sich um identische Flächenmaßeinheiten handelt. Im gewählten Beispiel des einfachen Ver-

---

<sup>815</sup> Vgl. Brühl, Interview.

<sup>816</sup> Vgl. Dorchester, Interview.

<sup>817</sup> Vgl. Göth, Quality never goes out of style, S. 5.

<sup>818</sup> Vgl. S. 204.

<sup>819</sup> Vgl. Milgrim, International Valuation Standards for Global Property Markets, S. 1.

gleichs ist hiervon in der Regel auszugehen, da in Vergleichsmärkten typischerweise identische Maßeinheiten verwendet werden. Die Vorteile von und Gründe für ein universelles Einheitensystem werden eindrucksvoll an den Bemühungen zur Einführung des metrischen Systems illustriert.<sup>820</sup>

### 5.2.1.3 Standardisierbarkeit der Parameter

Von größerer Bedeutung ist jedoch die Frage, ob übereinstimmende Flächendefinitionen für Vergleichs- und Bewertungsobjekte verwendet werden.

- ➔ einheitliche Definitionen
- ➔ quantitative und qualitative Rahmenbedingungen

Die Problematik verschiedener Definitionen muss sich dabei nicht nur im internationalen Kontext ergeben. Am Beispiel der Flächendefinition kann dies gut illustriert werden. Einheitliche Flächendefinitionen stellen nicht nur eine Notwendigkeit für die korrekte Vergleichswertermittlung dar, sondern sind auch unter dem Gesichtspunkt des Mietvertragsabschlusses und der Ermittlung der nachhaltigen Marktmiete von Relevanz. Der Spielraum bei der Flächenermittlung betrug bis zu 10 %, was sich proportional auf die Wertfindung im Vergleichs- oder Ertragswertverfahren auswirkt.

Im deutschen Raum wurde die Thematik durch die Gesellschaft für Immobilienforschung (gif) aufgegriffen.<sup>821</sup> In einem Arbeitskreis der gif wurde eine einheitliche Berechnungsgrundlage für Mietfläche für Büroräume (MF-B) erstellt, die später in einer allgemeinen Richtlinie für Gewerbegebäude (MF-G) aufging.<sup>822</sup> Seit der Einführung erfreut sich die Richtlinie starker Resonanz im Markt. Um sie einer breiteren internationalen Öffentlichkeit zugänglich zu machen, wurde die Richtlinie kürzlich als „Standard for calculating the Rental Area of Commercial Premises (RA-C)“ ins Englische übersetzt.<sup>823</sup>

Die gif Flächendefinition stellt nur ein Exempel für die Standardisierung von Bewertungsparametern dar. Ähnliches ist auch für Diskontierungszinssätze, Mieten, Betriebskosten und Restnutzungsdauern möglich.<sup>824</sup> Anders als bei der Flächendefinition besteht bei diesen Parametern jedoch neben einer qualitativen Standardisierung auch die Möglichkeit einer quantitativen Standardisierung.<sup>825</sup> Ziel ist es hierbei, praxisgerechte Werte für

---

<sup>820</sup> Vgl. o.V., Convention du Mètre, S. 1–16.

<sup>821</sup> Vgl. o.V., gif erarbeitet Flächendefinition, S. 2.

<sup>822</sup> Vgl. Mletzko, Flächenberechnung, S. 10.

<sup>823</sup> Vgl. Porten, Mietflächen-Richtlinie, S. 15.

<sup>824</sup> Vgl. Leykam, Definitions-Katalog für Marktberichte, S. 6; Leykam, GIF-Arbeitskreis erarbeitet eigenen Definitionen-Katalog, S. 3.

<sup>825</sup> Vgl. o.V., IVD veröffentlicht erstmals Liegenschaftszinssätze.

die entscheidenden Bewertungsparameter zu ermitteln und somit einen plausiblen Wertrahmen für Bewertungsdaten vorzugeben. Hierfür werden nach Vorstellung von SIMON „Normalspannen“ festgelegt, deren Überschreiten einen Erklärungsbedarf auf Seiten des Sachverständigen nach sich zieht.<sup>826</sup>

Ein Ansatz, der einen quantitativen Rahmen für die Wertermittlung vorgibt, stellt eine bewertungstechnische Herausforderung dar. Insbesondere sind in Anbetracht der regionalen und nationalen Heterogenität der Immobilienmärkte übergreifende absolute Grenzwerte – wenn auch wünschenswert – kaum umsetzbar.<sup>827</sup> Zur Plausibilisierung und Transparenz im internationalen Vergleich sind jedoch auch relative Grenzwerte aussagekräftig. Das lässt sich am einfachen Beispiel von Immobilienwert und Jahresmiettertrag beobachten. Das Verhältnis von Kaufpreis zu Jahresmiettertrag bzw. die Nettoanfangsrendite<sup>828</sup> einer Immobilie geben einen rudimentären Einblick in die geforderte Verzinsung für das Objekt und das Kalkül der Marktteilnehmer.<sup>829</sup>

Unter der Annahme, dass es sich um einen nachhaltigen Miettertrag<sup>830</sup> handelt und die Immobilie unter wirtschaftlichen Aspekten erworben wird<sup>831</sup>, muss die Nettoanfangsrendite den Renditen von Anlagemöglichkeiten mit vergleichbarem Risiko entsprechen.<sup>832</sup> Unter derselben Prämisse muss die Immobilienrendite effektiv über dem risikofreien Zinssatz liegen. Als risikolose Investition gelten in diesem Zusammenhang festverzinsliche Staatstitel (von Staaten mit erstklassiger Bonität z.B. die USA, Schweiz oder Deutschland) mit kurzer Restlaufzeit, deren Tilgung per Definition als sicher gilt. Diese Bedingung wird jedoch nicht immer erfüllt. Im Jahr 2005 lag der Total Return des DIX bei 0,5 % und somit deutlich unter der Umlaufrendite von Bundesanleihen. Hierbei handelt es sich jedoch um ein temporäres Phänomen, dass auf erhebliche Wertkorrekturen der indexierten Immobilien zurückzuführen ist.<sup>833</sup> Aber auch aus langfristiger Sicht ist die Marge zwischen Immobilienrendite und Staatsanleihen sehr gering. Der annualisierte Total Return des DIX für die letzten zehn Jahre liegt mit 3,6 % nur knapp über der durch-

<sup>826</sup> Vgl. Leykam, Problemkind Ertragswert, S. 1.

<sup>827</sup> Bereits in der selben Immobilie können einzelne Wohneinheiten start abweichende Merkmale aufweisen. Vgl. Gericke, Checkliste zur Kontrolle von Wertgutachten, S. 19.

<sup>828</sup> Alternativ im Kehrwert auch als Maklerfaktor oder Rohertragsvervielfältiger bezeichnet.

<sup>829</sup> Vgl. Petersen, Marktorientierte Immobilienbewertung, S. 58.

<sup>830</sup> Werden starke Veränderungen des Miettertrags erwartet verliert die Nettoanfangsrendite an Aussagekraft, da sie von der effektiven Verzinsung zwangsläufig abweichen wird.

<sup>831</sup> Hierbei spielt es keine Rolle, ob die Immobilie zu Investitionszwecken erworben oder zur Flächenbereitstellung bzw. Eigennutzung erworben wird, solange eine Wirtschaftlichkeitsrechnung unterliegt.

<sup>832</sup> Unter Vernachlässigung der steuerlichen Behandlung, die bei der Anlage in Immobilien oft von Bedeutung ist. Ferner werden Aspekte wie Fungibilität und Inflationsschutz ausgeklammert.

<sup>833</sup> Vgl. Leykam, DID-Immobilienindex 2005, S. 3.

schnittlichen Umlaufrendite von Anleihen der öffentlichen Hand von 3,2 %.<sup>834</sup> Daher liegt es nahe, dass steuerliche Gestaltungsmöglichkeiten, die mit der Investition in Immobilien verbunden sind, die Anlageentscheidung und Renditeberechnung beeinflussen. Hier zeigen sich die Grenzen der Harmonisierungsmöglichkeiten, da die steuerliche Behandlung von Immobilien international nicht einheitlich geregelt ist. Gleichzeitig ergibt sich hieraus eine Einschränkung für die Vergleichbarkeit der Immobilie mit anderen Anlageklassen.

Bereits am Beispiel der Nettoanfangsrendite kann aufgezeigt werden, dass ein undifferenzierter quantitativer Rahmen der international heterogenen Immobilienwelt nicht gerecht werden kann. Unter Abstraktion von gesetzlichen Vorgaben oder etablierten Standards werden sich aus den national abweichenden Marktgegebenheiten stets unterschiedliche quantitative Rahmenbedingungen ergeben. Für die zentralen Bewertungsparameter soll im Folgenden das qualitative und quantitative Standardisierungspotential erörtert werden.

## 5.2.2 Analyse der Parameterkategorien

### 5.2.2.1 Vergleichspreise

Die im angelsächsischen Raum favorisierte Form der Immobilienbewertung, die einen unmittelbaren Marktbezug herstellt, ist die Bewertung anhand des direkten oder indirekten Vergleichs.<sup>835</sup> Die geringe Komplexität des Verfahrens ist in diesem Zusammenhang als Vorteil zu werten, da Transparenz und Nachvollziehbarkeit gewahrt werden. Daher ist es einsichtig, dass dieser Ansatz im Rahmen der IFRS als erste Option für die Bewertung von zum Zeitwert bilanzierten Immobilien gewürdigt wird.<sup>836</sup> Somit ist PETERSEN in der Aussage: „die Zukunft des Vergleichswertverfahrens ist die Zukunft der Grundstücksbewertung“<sup>837</sup> zuzustimmen. Gleichzeitig können anhand der Vergleichswertermittlung exemplarisch die zentralen Aspekte internationaler Immobilienbewertung illustriert werden:

- der Markt determiniert die Verfahren
- der Immobilienwert ergibt sich nur im Kontext des relevanten Markts

---

<sup>834</sup> Quelle: Statistisches Bundesamt. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass es sich um die niedrigste Umlaufrendite der letzten zehn Jahre handelt und die effektive Differenz im Schnitt der letzten Jahre noch geringer ausfällt.

<sup>835</sup> Vgl. Edge, Interview.

<sup>836</sup> Vgl. IAS 40.45, 40.46 (a) und (b) rev.

<sup>837</sup> Petersen, Marktorientierte Immobilienbewertung, S. 64.

Für vergleichsorientierte Verfahren leitet sich hieraus ab, dass der (Teil-) Markt die Art der zu unterlegenden Vergleichsgröße vorgibt (Markt determiniert Verfahren) und die zum Vergleich herangezogenen Objekte aus dem selben Markt stammen müssen (Immobilienwert ergibt sich im Kontext des relevanten Markts). Somit kommt dem Markt eine zentrale Rolle zu. Dabei werden Immobilienmärkte nicht notwendigerweise primär durch geographische Merkmale voneinander abgegrenzt, da der Ort der Flächenbereitstellung je nach Transaktionsmotiv kein entscheidendes Attribut sein muss.<sup>838</sup> Zu den Abgrenzungsattributen zählen insbesondere:<sup>839</sup>

- Immobilientyp
- Ertragspotential
- Lage
- typische Investoreneigenschaften
- typische Nutzereigenschaften
- weitere von den Marktteilnehmern allgemein anerkannte Attribute

Darüber hinaus muss auch berücksichtigt werden, dass eine Immobilie gleichzeitig in mehreren Märkten vertreten sein kann.<sup>840</sup> Gerade bei sich überschneidenden Immobilienmärkten ergeben sich Koordinationsprobleme in der Wertfindung. Eine Immobilie, die sowohl in einem regionalen als auch in einem internationalen Markt angeboten wird, kann abweichenden Marktusancen und Werttreibern unterliegen.

Die im angelsächsischen und amerikanischen Raum üblichen Vergleichseinheiten sind bereits in Tabelle 7 und Tabelle 22 zusammengefasst worden. In der deutschen Wertermittlung werden Vergleichspreise lediglich für unbebaute Grundstücke sowie für Eigentumswohnungen und standardisierte Reihenhäuser – sofern diese auf Basis von Preis pro Quadratmeter gehandelt werden – herangezogen. Die Vergleichsgrößen sind hier Grundstücksfläche bzw. Wohnfläche.<sup>841</sup>

In Antizipation einer zunehmenden Etablierung des Vergleichswertverfahrens für Gewerbe- und Büroimmobilien in Deutschland kann eine standardisierte Vergleichseinheit für diese Immobilienklassen in Anlehnung an die britische und amerikanische Praxis bestimmt werden. Die in Großbritannien dominante Bezugseinheit ist die Net Internal Area

---

<sup>838</sup> Bei zu Investitionszwecken erworbenen Immobilien stehen vielmehr Rendite und Risiko im Vordergrund, räumliche Diversifizierung ist ein sekundäres Ziel.

<sup>839</sup> Vgl. Phillips, The Appraisal of Real Estate, S. 19.

<sup>840</sup> Vgl. Vella, Interview; beispielsweise sowohl im Flächenmarkt als auch im Investitionsmarkt.

<sup>841</sup> Vgl. Petersen, Marktorientierte Immobilienbewertung, S. 56.

(NIA). Sie wird im Code of Measuring Practice der RICS definiert.<sup>842</sup> Tabelle 39 enthält die wesentlichen Elemente, die bei der Ermittlung einbezogen werden.

Die im amerikanischen Raum gebräuchliche Net Rentable bzw. Usable Area wurde für Büroimmobilien durch die BOMA International<sup>843</sup> in der Publikation: „Standard Method for Measuring Floor Area in Office Buildings“ definiert. Beide Definitionen zeichnen sich durch eine Differenzierung zwischen den Mieter nutzbaren und allgemeinen Flächen aus. Dieser Ansatz entspricht auch der Richtlinie zur Berechnung der Mietfläche für gewerblichen Raum der gif.<sup>844</sup>

Der Code of Measuring Practice definierte Net Internal Area als:

„Net Internal Area is the usable area within a building measured to the internal face of the perimeter walls at each floor level.“<sup>845</sup>

Including	Excluding
Atria with clear height above, measured at base level only	Those parts of entrance halls, atria, landings and balconies used in common
Entrance halls	Toilets, toilet lobbies, bathrooms
Notional lift lobbies	Lift rooms, plant rooms, tank rooms (other than those of trade process nature), fuel stores, and the like
Kitchens	Stairwells, lift-wells and permanent lift lobbies
Built-in units, cupboards, and the like occupying usable space	Corridors and other circulation areas where used in common with occupiers
Ramps of lightweight construction to false floors	Permanent circulation areas, corridors and thresholds/recesses associated with access, but not those parts that are usable area
Areas occupied by ventilation/heating grilles	Areas under the control of service or other external authorities including meter cupboards and statutory service supply points
Areas occupied by skirting and perimeter trunking	Internal structural walls, walls enclosing excluded areas, columns, piers, chimney breasts, other projections, vertical ducts, and the like
Areas occupied by non-structural walls subdividing accommodation in sole occupancy	The space occupied by permanent air-conditioning heating or cooling apparatus, and ducting in so far as the space it occupies is substantially unusable
Pavement vaults	Areas with a headroom of less than 1.5m
	Areas rendered substantially unusable by virtue of having a dimension between opposite faces of less than 0.25m.

**Tabelle 39: Elemente des Net Internal Area**  
**Quelle: RICS, Code of Measuring Practice, Section 3.0.**

Die von der BOMA entwickelte Definition der Net Rentable Area lautet:

<sup>842</sup> Vgl. RICS, Code of Measuring Practice, Section 3.0.

<sup>843</sup> Gegründet als National Association of Building Owners and Managers.

<sup>844</sup> Vgl. Unterreiner, Was ist ein Quadratmeter?, S. V18.

<sup>845</sup> Vgl. RICS, Code of Measuring Practice, Section 3.0.

„The net rentable area of a multiple tenancy floor, whether above or below grade, shall be the sum of all rentable areas on that floor. The rentable area of an office on a multiple tenancy floor shall be computed by measuring to the inside finish of permanent outer building walls, or to the glass line if at least 50 percent of the outer building wall is glass, to the office side of corridors and/or other permanent partitions, and to the center of partitions that separate the premises from adjoining rentable areas. No deductions shall be made for columns and projections necessary for the building.“<sup>846</sup>

Ein bemerkenswerter Unterschied zwischen den beiden Definitionen liegt in der Anrechnung von Säulen und tragenden Strukturen auf die Nettofläche, die nur im amerikanischen Raum der Nettofläche zugerechnet werden. Hierbei handelt es sich nicht nur um eine substantielle Abweichung vom britischen Pendant, sondern auch um eine Verletzung des Netto-Prinzips, das auf der durch den Mieter effektiv nutzbaren Fläche aufbaut. Weiterhin reicht die BOMA-Flächendefinition bei weitem nicht an den Umfang des Code of Measuring Practice heran und stellt eher ein grobe Orientierung als einen detaillierten Leitfaden dar.<sup>847</sup> In der britischen Praxis findet der Code jedoch auch keine flächendeckende Anwendung.<sup>848</sup>

Die Orientierung an Nettoflächen ist unter Marktgesichtspunkten vorzuziehen, da potentielle Flächennachfrager ihre Entscheidung auf Basis der für sie nutzbaren Fläche treffen. Dies gilt trotz des Phänomens, dass in Abhängigkeit von der Marktlage in Mietverträgen Bruttoflächenangaben verwendetet werden (in der Regel in Vermietermärkten). Hierbei handelt es sich jedoch um verdeckte Preisaufschläge auf den Nettoflächenpreis, die effektiv nutzbare Fläche bleibt dennoch transaktionsentscheidend.<sup>849</sup> Ausgehend vom Flächenkalkül der Mieter lässt sich ableiten, dass primär die nutzbare Fläche einer Immobilie deren Marktwert prägt. Somit ist eine Nettoflächengröße prädestiniert für einen aussagekräftigen Vergleich. Dieser Schluss wird auch durch den European Code of Measuring Practice, der Teil der European Valuation Standards der TEGoVA ist, gestützt. Für Wertermittlungszwecke wird hier das Effective Floor Area bzw. Rentable Area hervorgehoben.<sup>850</sup>

---

<sup>846</sup> Rappoport/Cushman/Daroff, Office Planning and Design Desk Reference, S. 285f.

<sup>847</sup> Vgl. Rappoport/Cushman/Daroff, Office Planning and Design Desk Reference, S. 285–289.

<sup>848</sup> Vgl. Richardson, To User or Not to Use the RICS Code of Measuring Practice, S. 20.

<sup>849</sup> Vgl. Wiktorin, Münchener Mieter zahlen für mehr Bürofläche, als sie tatsächlich nutzen können, S. 19.

<sup>850</sup> Vgl. TEGoVA, European Valuation Standards 2003, S. 364.

Für eine qualitative Standardisierung auf internationaler Ebene bestehen grundsätzlich zwei Ansatzpunkte:

- multilaterale Harmonisierung der nationalen Standards
- unilaterale Etablierung eines neuen Standards

Aufgrund der zu erwartenden heftigen Widerstände gegen die unilaterale Propagierung eines nationalen/regionalen Standards, wird dieser Ansatz explizit nicht einbezogen. In Anlehnung an die Entwicklung des internationalen Market Value durch das IVSC bietet sich eine zweigestufte Vorgehensweise an, die zunächst im internationalen Dialog eine standardisierte Flächendefinition entwickelt und diesen dann inkrementell in die nationalen Standards überführt. Aufgrund des erheblichen Koordinationsbedarfs ist eine schnelle Umsetzung kaum möglich. Als vorgezogene Option kann eine internationale Empfehlung entworfen werden, die unabhängig von den unterliegenden Standards für die Flächenermittlung die Verwendung von Nettoflächengrößen vorgibt. Eine quantitative Standardisierung von Vergleichspreisen ist in Anbetracht des breiten Spektrums von Märkten und Immobilien offensichtlich nicht sinnvoll.

Der im Blue Book enthaltene Code of Measuring Practice ist auf Grund seiner nur rudimentär ausgeformten Definitionen lediglich als ein Ausgangspunkt für eine Standardisierung von Flächendefinitionen verwendbar. Jedoch liegt hier bereits eine Indizierung der Eignung der verschiedenen Flächenmaße für die Wertermittlung vor, die praxisgerecht ausgebaut werden sollte.<sup>851</sup>

Größeres Potential für eine Standardisierung der Flächenbestimmung bietet die vom Arbeitskreis Flächendefinition der gif erarbeitete „Richtlinie zur Berechnung der Mietfläche für gewerblichen Raum (MF-G).“ Die ursprünglich für den deutschen Raum entworfene Richtlinie stellt ein Regelwerk dar, „das die Mietfläche als eine Größe auffasst, die direkt aus den Objekteigenschaften abzuleiten ist. Sie ist damit nicht mehr regionalen Gebräuchen oder der Gebäudetypologie unterworfen.“<sup>852</sup>

Die MF-G geht aus den Richtlinien zur Mietflächenermittlung für Büro- und Handelsraum hervor, die bereits 1996 und 1997 eingeführt wurden. Mit der neuen Richtlinie, die ab November 2004 für alle gewerblichen Flächen gilt, wurde eine Harmonisierung und Weiterentwicklung gewährleistet. Die Entscheidung die Richtlinie auf dem Definitionsrorrat der DIN 277 aufzubauen, bietet ein etabliertes theoretisches Fundament und

---

<sup>851</sup> Vgl. TEGoVA, European Valuation Standards 2003, S. 363–365; vgl. Mackmin, Valuation of real estate in global markets, S. 364.

<sup>852</sup> Vgl. gif, Richtlinie zur Berechnung der Mietfläche für gewerblichen Raum (MF-G), S. 4.

einen effektiven Anschluss an die bestehende Praxis, was zur Akzeptanz beiträgt.<sup>853</sup> Mit der Veröffentlichung der englischsprachigen Fassung (RA-C) kann die Richtlinie ihren Erfolg auf internationaler Ebene ausbauen und hat das Potential zum internationalen Standard zu avancieren.<sup>854</sup> Insbesondere mit Blick auf den internationalen Performancevergleich im Immobiliensektor ergeben sich nun durch einheitliche Flächenangaben aussagekräftige Vergleichsmöglichkeiten.<sup>855</sup>

### 5.2.2.2 Kapitalisierungszinssatz

Bei der ertragsorientierten Wertermittlung stellt der verwendete Kapitalisierungszinssatz einen entscheidenden Werttreiber dar. Im Gegensatz zu Vergleichspreisen oder Mieterträgen ist er jedoch eine verhältnismäßig abstrakte Größe. Hieraus ergeben sich Probleme für die Transparenz und Nachvollziehbarkeit ertragsbasierter Bewertungen. In diesem Kontext spielt die Art der Zinsableitung eine entscheidende Rolle. Eine Standardisierung muss daher sowohl Ableitung als auch Ansatz des Diskontierungszinses umfassen.

Die größte Methodenvielfalt findet sich in der amerikanischen Wertermittlung<sup>856</sup>; die Vor- und Nachteile der einzelnen Ansätze wurden bereits beschrieben.<sup>857</sup> Die britische Immobilienbewertung kennt eine Vielzahl von Zinssätzen<sup>858</sup> – in der Praxis werden allerdings hauptsächlich ARY und Equated Yield eingesetzt<sup>859</sup> – jedoch werden diese vornehmlich unstandardisiert aus dem Markt abgeleitet.<sup>860</sup> Diese Vorgehensweisen stehen in direktem Kontrast zur detailliert geregelten Ermittlung und Verwendung von Liegenschaftszinssätzen im deutschen Sachverständigenwesen. Die bereits diskutierten Unterschiede zwischen den einzelnen Gutachterausschüssen in Hinblick auf die Einbeziehung der Gebäudeerstnutzungsdauern verblassen vor den Spiel- und Freiräumen in der angelsächsischen und amerikanischen Anwendung. In diesem Zusammenhang zeigen sich konkrete Belege für die von KLEIBER vertretene „Konkurrenzfähigkeit der deutschen Wertermittlung“.<sup>861</sup>

Die erhebliche Ergebniswirksamkeit des angesetzten Zinssatzes rechtfertigt einen stringenten methodischen Rahmen. Dieser findet sich gegenwärtig jedoch nur in der deut-

<sup>853</sup> Vgl. gif, Richtlinie zur Berechnung der Mietfläche für gewerblichen Raum (MF-G), S. 5.

<sup>854</sup> Vgl. gif, Standard for calculating the Rental Area of Commercial premises (RA-C), S. 4–6.

<sup>855</sup> Vgl. gif, "gif-Mietfläche" für internationale Immobilienentscheider, S. 1.

<sup>856</sup> Vgl. Phillips, The Appraisal of Real Estate, S. 529–547.

<sup>857</sup> Vgl. S. 135.

<sup>858</sup> Vgl. S. 110.

<sup>859</sup> Nach einer Erhebung von Nick French aus dem Jahr 1995. Vgl. French, Investment Valuation, S. 53.

<sup>860</sup> Vgl. Dixon et al., Can valuation factors be prescribed?, S. 257–260.

<sup>861</sup> Vgl. Kleiber, Interview.

schen Wertermittlung. Einer internationalen Etablierung der deutschen Praxis stehen jedoch bedeutende Hindernisse entgegen. Die bereits behandelte Berücksichtigung von Gebäuderestnutzungsdauern stellt einen fundamentalen systematischen Unterschied zwischen der angloamerikanischen und der deutschen Sphäre dar.<sup>862</sup> Schwierigkeiten für die Harmonisierung ergeben sich dabei aus einer mangelnden verfahrenstechnischen Kompatibilität zwar nicht, da – wie bereits gezeigt – äquivalente Ergebnisse erzielt werden können.<sup>863</sup> Jedoch müssen für eine erfolgreiche Standardisierung die institutionellen Hindernisse, die sich aus der Eigendynamik der nationalen bzw. regionalen Verbände sowie der entsprechenden Marktteilnehmer ergeben, überwunden werden.<sup>864</sup>

Die Problematik der Restnutzungsdauer wurde von der TEGoVA im Blue Book nicht aufgegriffen. Zur Ableitung des Kapitalisierungssatzes wird ein Ansatz analog der Band of Investment Method vorgeschlagen:<sup>865</sup>

$$\begin{aligned} \text{Initial rate of return (yield)} = & \text{ risk free rate} \\ & + \text{ inflation} \\ & + \text{ premium for risk} \\ & - \text{ expected growth in income} \end{aligned}$$

Dieser aus der Kapitalmarkttheorie stammende synthetische Ansatz erfordert jedoch ein quantitatives Maß für die Bestimmung der Risikoprämie. Mangels geeigneter Techniken und praktischer Umsetzbarkeit ist dieser Ansatz methodisch nicht zur Ableitung von marktgerechten Diskontierungszinssätzen geeignet.<sup>866</sup> Weiterhin entspricht die synthetische Herleitung nicht dem Ziel des direkten Marktbezugs der Wertermittlung wie es schon durch die Marktwertdefinition vorgegeben ist. Der Ableitung aus Markttransaktionen ist somit eindeutig der Vorzug zu geben.

Eine qualitative Standardisierung des Diskontierungszinssatzes kann effektiv über eine Definition der Ableitungskomponenten gewährleistet werden. Da es sich bei der Ableitung aus Markttransaktionen prinzipiell um eine Umkehrung der Bewertung handelt, müssen implizit zumindest die essentiellen Komponenten des Verfahrens definiert werden.<sup>867</sup> In der rudimentärsten Form umfasst dies den Jahresertrag und den Kaufpreis der in die Ableitung einfließenden Transaktionen. Der Jahresertrag wird im Folgenden separat behandelt.

---

<sup>862</sup> Vgl. S. 204.

<sup>863</sup> Vgl. S. 205.

<sup>864</sup> Vgl. Baumunk, Interview.

<sup>865</sup> Vgl. TEGoVA, European Valuation Standards 2003, S. 312.

<sup>866</sup> Vgl. hierzu S. 216.

<sup>867</sup> Vgl. Kleiber/Simon/Schröter, Verkehrswertermittlung von Grundstücken, S. 1101.

Eine Standardisierung von Kaufpreisen ist prinzipiell nicht notwendig, jedoch ist der Verkaufspreis von Markttransaktionen nicht direkt mit dem Wert der Immobilien gleichzusetzen. In der britischen Wertermittlungspraxis ist es üblich, den Kapitalwert des Bewertungsobjekts um Erwerbsnebenkosten zu reduzieren.<sup>868</sup> Bei korrekter Umkehrung des Verfahrens zur Ableitung von Diskontierungssätzen muss dieser Rechenschritt mit berücksichtigt werden. Jedoch ist diese Praxis zu hinterfragen, da Erwerbsnebenkosten mit dem objektivierten Charakter der Wertermittlung nicht unbedingt in Einklang zu bringen sind. Hierfür müsste sichergestellt sein, dass die Nebenkosten stets in gleicher Höhe und für die gleiche Partei anfallen. Zumindest im internationalen Kontext ist dies nicht gewährleistet. Im Sinne einer möglichst effektiv umsetzbaren internationalen Standardisierung ist somit der Verzicht auf die Berücksichtigung von Erwerbsnebenkosten zu empfehlen.

Im Rahmen der Behandlung der Restnutzungsdauer wurde bereits die methodische Vergleichbarkeit von Wertermittlungen mit und ohne Einbeziehung der Restnutzungsdauer aufgewiesen.<sup>869</sup> Mit Blick auf den erheblichen institutionellen Aufwand einer internationalen Etablierung des Restnutzungsdauer-Konzepts und den nur geringen methodischen Vorteil, kommt für eine Harmonisierung nur der Verzicht in Frage. Unter der Prämisse eines Verzichts auf die explizite Einbeziehung der Restnutzungsdauer von Immobilien in der ertragsorientierten Bewertung ergibt sich die Notwendigkeit, in die Auswahl der zur Ableitung einbezogenen Transaktionen nur in dieser Hinsicht vergleichbare Objekte aufzunehmen. Hier wird ein plausibler Grund für die explizite Berücksichtigung von Restnutzungsdauern in der deutschen Wertermittlung evident, da sich durch diese Vorgehensweise die Menge der vergleichbaren Transaktionen in intransparenten oder engen Märkten vergrößert.<sup>870</sup>

Aufgrund des reziproken Charakters der Kapitalisierungzinsermittlung aus Markttransaktionen ist die Ableitung eng mit den unterlegten Bewertungsverfahren verknüpft. Für eine reziproke Ableitung aus dem Markt sind insbesondere die Verfahren geeignet, die auf direkter Kapitalisierung basieren. Hierzu zählen:

- Direct Capitalization (USA)
- Income Approach für „rack-rented properties“ (GB)
- vereinfachtes Ertragswertverfahren ohne RND (D)<sup>871</sup>

<sup>868</sup> Vgl. Mackmin, The United Kingdom, S. 35.

<sup>869</sup> Vgl. S. 205.

<sup>870</sup> Vgl. Schmalgemeier, Grundstücksmarkttransparenz, S. 352.

<sup>871</sup> Das offenkundig zur reziproken Ableitung geeignete Ertragswertverfahren nach WertV wurde aufgrund der vorangehenden Diskussion nicht berücksichtigt.

- Maklermethode (international)

Eine reziproke Bestimmung von Kapitalisierungszinssätzen ist zwar grundsätzlich für DCF-Verfahren möglich, was einer Bestimmung des internen Zinsfußes entspricht, jedoch ist eine praktische Umsetzung im Rahmen der Ableitung von Marktzinssätzen aus einer Vielzahl von Transaktionen schon aus praktischen Gründen kaum umsetzbar. Darüber hinaus sprechen die theoretischen Schwächen dieser Methode gegen eine breite Verwendung.<sup>872</sup> Ebenfalls ungeeignet sind britische „Two Income Models“ wie „Term and Reversion“ bzw. „Top Slice“.<sup>873</sup> Hierbei werden zwei Diskontierungszinssätze verwendet, was eine reziproke Ableitung in der Praxis unmöglich macht.

Die begrenzte Anzahl von Parametern prädestiniert die direkte Kapitalisierung für die Ableitung von Diskontierungszinssätzen. Die Verzahnung von Verfahren und Parameterableitung bietet ein solides Gerüst für harmonisierte Standards. Darüber hinaus stehen die direkten Verfahren in Konformität mit den Zielen Transparenz und Nachvollziehbarkeit, die mit einer Harmonisierung verfolgt werden. Die Verwendung von Diskontierungszinssätzen, die aus der direkten Kapitalisierung abgeleitet wurden, in DCF-Verfahren stellt einen methodologischen Bruch dar, ist jedoch synthetisierten Diskontierungszinssätzen vorzuziehen,<sup>874</sup> sofern die Verwendung des DCF-Verfahrens unabdingbar ist. Zur Eignung von Prognoseverfahren für eine harmonisierte Immobilienbewertung siehe Punkt 5.1.4.

### 5.2.2.3 Marktmiete

Die Marktmiete bildet entweder die Berechnungsgrundlage für den Ertrag von Immobilien oder dient zur Plausibilisierung der Vertragsmiete. Insbesondere in der britischen Immobilienbewertung erfüllt die Market Rent eine zentrale Rolle, wie es sich auch im Layer-Verfahren niederschlägt. In der amerikanischen und deutschen Wertermittlung erhält sie vor allem eine plausibilisierende Funktion.<sup>875</sup> In allen drei Bewertungsphilosophien wird die Marktmiete dabei als einer aus vergleichbaren Flächenmietpreisen ableitender Parameter definiert. Somit ist eine qualitative Standardisierung bereits durch den Markt gegeben.<sup>876</sup> Eine quantitative Standardisierung ist – analog den Vergleichspreisen – nicht praktikabel.

---

<sup>872</sup> Vgl. Bone-Winkel et al., Immobilieninvestition, S. 646–648.

<sup>873</sup> Vgl. Leopoldsberger/Thomas/Naubereit, Immobilienbewertung, S. 505.

<sup>874</sup> Vgl. Schulte, Stellungnahme zum Diskontierungszinssatz bei der DCF Bewertung des Immobilienbestandes der Deutsche Wohnen AG nach IAS 40, S. 21–25.

<sup>875</sup> Vgl. Abschnitte zu den einzelnen Bewertungsphilosophien.

<sup>876</sup> Vgl. S. 196.

#### 5.2.2.4 Immobilienerträge

Der Ertrag stellt den grundlegenden ökonomischen Werttreiber von Immobilien dar. Die Trennung zwischen Brutto- und Nettoerträgen wird in allen Bewertungsräumen vorgenommen. Die Bruttoerträge ergeben sich in der Regel primär aus den erwirtschafteten Mieten.<sup>877</sup> Der Nettoertrag bildet in allen ertragsorientierten Verfahren die Grundlage der weiteren Wertbestimmung. Er erfüllt hierbei eine duale Rolle, da er gleichzeitig in die Ableitung von Kapitalisierungszinssätzen einfließt. Die prinzipiell einfache Bestimmung des Nettoertrags über die Vertragsmieten verkompliziert sich bei deutlichen Abweichungen von der Marktmiete. Dabei ergibt sich nicht nur Anpassungsbedarf für das Bewertungsobjekt, sondern auch bei zur Zinsableitung herangezogenen Vergleichstransaktionen. Die International Valuation Standards umfassen zurzeit noch keine Vorgaben für die Bestimmung des Ertrags, jedoch werden für die Zinsableitung unter anderem identische Ertragskategorien gefordert.<sup>878</sup> Dies muss inhaltlich auch die Frage des Ansatzes von Vertrags- oder Marktmieten umfassen. Der subjektive Charakter von Anpassungen spricht dafür, im Rahmen der Zinsableitung bei ausreichender Anzahl von Vergleichstransaktionen auf Anpassungen zu verzichten und Transaktionen mit marktfremden Mieterrägen nicht zu berücksichtigen. Offensichtlich besteht diese Option beim Bewertungsobjekt nicht. Grundsätzlich kann die marktfremde Miete hier auf zwei Arten berücksichtigt werden:

1. Ansatz einer nachhaltigen Miete in Verbindung mit der Kapitalisierung der sich aus dem laufenden Mietvertrag ergebenden Differenz
2. Anpassung des Kapitalisierungszinssatzes

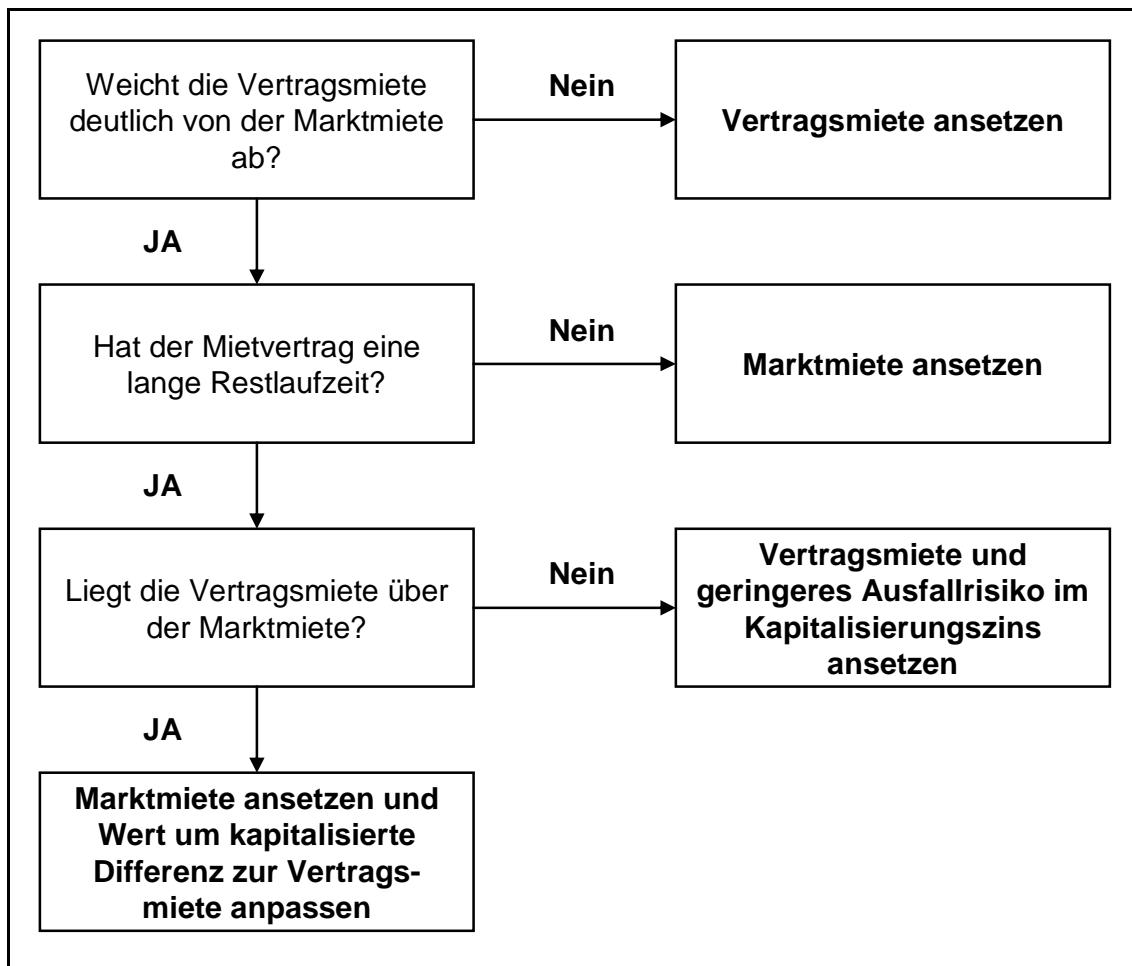
Beide Vorgehensweisen können zweckmäßig eingesetzt werden, wobei die Wahl in Abhängigkeit von den Umständen getroffen werden sollte. Im Rahmen einer Harmonisierung ist eine Standardisierung der Vorgehensweise für Anpassungen sinnvoll. Als Vorlage kann das in Abbildung 33 gezeigte Schema verwendet werden.

Die differenzierte Behandlung von Vertragsmieten, die über oder unter der Marktmiete liegen, folgt der Prämisse, möglichst wenig spekulative Elemente in die Wertermittlung einfließen zu lassen. Daraus folgt, dass bei langer Restlaufzeit des Mietvertrags eine unter dem Marktniveau liegende Miete als nachhaltig anzusehen ist und ein Ansatz der Marktmiete spekulativ wäre – der unvorteilhafte Mietvertrag wird somit wertbeeinflussender Bestandteil des Objekts. Gleichzeitig rechtfertigt die unterdurchschnittliche Miete

<sup>877</sup> Vgl. Phillips, The Appraisal of Real Estate, S. 479–483.

<sup>878</sup> Vgl. IVSC, International Valuation Standards Committee, GN 1, 5.20.2.

ein geringeres Ausfallrisiko, da der Mieter an einer Fortsetzung des Mietverhältnisses interessiert ist.



**Abbildung 33: Anpassungsschema für Abweichungen zwischen Vertrags- und Marktmiete**  
Quelle: Eigene Darstellung.

Im umgekehrten Fall ist es ökonomisch gerechtfertigt, die Marktmiete anzusetzen, da die überdurchschnittliche Marktmiete aufgrund des geringeren Interesses des Mieters an einer Vertragsfortsetzung und eventuell erhöhten Bonitätsrisiken als nicht nachhaltig anzusehen ist. Der wirtschaftliche Vorteil kann hier durch eine separate Kapitalisierung des Mietüberschusses in der Wertermittlung abgebildet werden.<sup>879</sup> Analog zum Top-Slice-Verfahren sollte das erhöhte Ausfallrisiko im Kapitalisierungszins berücksichtigt werden.

Standardisiert ermittelte Bruttoerträge stellen eine geeignete Grundlage für die Ableitung der aus ertragsorientierter Sicht relevanten Nettoerträge dar. Daraus ergeben sich ähnliche Probleme wie bei der Bestimmung der Bruttogrößen. Für die Ermittlung der Bewirtschaftungskosten gibt es zwei grundlegende Möglichkeiten:

<sup>879</sup> Vgl. Phillips, The Appraisal of Real Estate, S. 482.

## 1. Prozentuale Bestimmung (vom Rohertrag)

### 2. Einzelermittlung

Unter Verweis auf die Vorgehensweise potentieller Käufer argumentiert PETERSEN für den stärkeren Marktbezug der Einzelermittlung.<sup>880</sup> Durch diese Vorgehensweise entstehen immobilienspezifische Kostendaten. Jedoch birgt dieser Ansatz das Risiko, dass atypische Kostenstrukturen den Wert der Immobilie verfälschen können. Es muss beispielsweise angenommen werden, dass eine unökonomische Bewirtschaftung der Immobilie nach einem Verkauf vom neuen Eigentümer korrigiert wird. Folglich wird dessen Zahlungsbereitschaft nicht von den tatsächlichen Bewirtschaftungskosten sondern von den bei normaler Bewirtschaftung zu erwartenden determiniert werden. Unter diesem Gesichtspunkt empfiehlt sich eine duale Bestimmung der Bewirtschaftungskosten, die den Fokus auf eine Einzelermittlung legt und die so gewonnenen Werte durch marktübliche Prozentsätze verifiziert bzw. plausibilisiert.<sup>881</sup>

In allen Bewertungsphilosophien werden dem Ertragsgedanken folgend nur die beim Eigentümer anfallenden Kosten berücksichtigt. Die Aufteilung der Kosten zwischen Mieter und Vermieter unterscheidet sich von Markt zu Markt. In Großbritannien waren über einen langen Zeitraum die „full repairing and insuring terms“ für gewerbliche Mietverträge üblich. Hierbei werden praktisch alle mit der Immobilie verbundenen Kosten vom Mieter getragen.<sup>882</sup> Diese aus Vermietersicht vorteilhafte Konstellation birgt jedoch auch Risiken, da der Mieter im eigenen wirtschaftlichen Interesse Reparaturen und Instandhaltung lediglich im absolut notwendigen Maß vornehmen könnte.

Die Vielzahl verschiedener Vertragskonstellationen steht einer Standardisierung der Bewirtschaftungskostenermittlung nur teilweise im Weg. Die grundlegenden Kategorien der Kostenermittlung liegen sowohl in der britischen, amerikanischen als auch deutschen Wertermittlung vor. Eine Standardisierung der Bewirtschaftungskostenkomponenten wird durch die Aufteilung zwischen Mieter und Vermieter nicht tangiert. Die beim Mieter verbleibenden Kategorien entfallen bei der Ertragsermittlung. Aufgrund der abweichen den Strukturierung der Kostenkategorien zwischen den Bewertungsphilosophien wird eine grobe Einteilung der Kosten sowohl nach ihrer Entstehung (Verursachungs- oder Kausalprinzip) als auch nach der Art der Kostenerfassung (aufwandsgleiche und kalkulatorische Kosten) vorgenommen. Grundsätzlich ist eine Trennung in folgende Kategorien sinnvoll:

---

<sup>880</sup> Vgl. Petersen, Marktorientierte Immobilienbewertung, S. 18.

<sup>881</sup> Vgl. Petersen, Marktorientierte Immobilienbewertung, S. 19.

<sup>882</sup> Vgl. Crosby, United Kingdom, S. 270.

- fixe Bewirtschaftungskosten
- variable Bewirtschaftungskosten
- kalkulatorische Bewirtschaftungskosten

Zu den fixen Kosten zählen alle unabhängig vom Maß der Nutzung anfallenden Kosten:

Kostenkategorie	USA	Großbritannien	Deutschland
Versicherungen	Insurances	Insurances	Umlage oder Betriebskosten
Steuern (immobilienbezogen)	Real Estate Taxes	Rates & Taxes	Umlage oder Betriebskosten

**Tabelle 40: Fixe Bewirtschaftungskosten**

Quelle: Eigene Darstellung

Die variablen Kosten stellen die umfangreichste Gruppe dar. Sie umfasst folgende Kostenarten:

Kostenkategorie	USA	Großbritannien	Deutschland
Verwaltung	Management Charges	Management	Verwaltungskosten
Instandhaltung	Maintenance and Repair	Repairs	Instandhaltungskosten
Vermietung	Leasing Fees	→ Management	→ Verwaltungskosten
Betrieb	Utilities	Service Charges	Betriebskosten
	Heat		
	Air Conditioning		
	General Payroll		
	Cleaning		
	Decorating		
	Grounds & Park-ing Maintenance		

**Tabelle 41: Variable Bewirtschaftungskosten**

Quelle: Eigene Darstellung

Die kalkulatorischen Bewirtschaftungskosten erfassen den nicht aufwandsgleichen Teil der Gesamtkosten der Immobilie.<sup>883</sup> Dieser beinhaltet:

---

<sup>883</sup> In Übertragung aus der Kostenrechnung auf Vollkostenbasis. Im Sinne der Kostenartenrechnung handelt es sich bei kalkulatorischen Kosten um Anders- bzw. Zusatzkosten. Vgl. Eisele, Technik des betriebswirtschaftlichen Rechnungswesens, S. 642; vgl. Hoitsch/Lingnau, Kosten- und Erlösrechnung, S. 336–338.

Kostenkategorie	USA	Großbritannien	Deutschland
Abschreibung	Replacement Allowance	Sinking Funds	nach § 18 WertV im Vervielfältiger
Leerstand <sup>884</sup>	Vacancy & Collection Loss	Voids	Mietausfallwagnis

Tabelle 42: Kalkulatorische Bewirtschaftungskosten

Quelle: Eigene Darstellung

Auf die in der britischen Wertermittlung praktizierte Einbeziehung immobilieneinkommensbezogener Steuern bei der Kostenermittlung wird hier explizit verzichtet, da sie weder in der amerikanischen noch der deutschen Wertermittlung Berücksichtigung finden. Weiterhin würde sich die Bewertungsaufgabe vor dem Hintergrund transnationaler Besteuerung kaum bewältigen lassen, da eine verobjektivierte Wertfindung nicht möglich ist.

Insbesondere im Bereich der Betriebskosten liegen deutliche Abweichungen vor. Während in der amerikanischen Wertermittlung keine Oberkategorie für Betriebskosten üblich ist und somit eine Reihe von Kostenkategorien darunter fällt, kennt die britische Bewertungsphilosophie lediglich Service Charges. Hierbei handelt es sich vornehmlich um die Pflege und Wartung gemeinsam genutzter Flächen und Einrichtungen<sup>885</sup>, die einzelnen Mietern nicht zugeordnet werden können. Seit neuerem gehören auch Ersatzanschaffungen für Anlagen, Aufzüge und Heizungen hierzu.<sup>886</sup> Aufgrund der marktüblichen Umlage des Großteils der Betriebskosten finden weitere Betriebskostenarten in der britischen Bewertung keine Berücksichtigung.

Ein durchgehendes Problem der Bewirtschaftungskostenermittlung ist die Sicherstellung der Nachhaltigkeit, wie sie sich auch beim Rohertrag stellt.<sup>887</sup> Bei der Kapitalisierung eines repräsentativen Jahres müssen durchschnittliche Kosten verwendet werden. Hier kann es insbesondere bei den variablen Kosten im Allgemeinen und bei der Instandhaltung im Speziellen zu Verzerrungen kommen. Dem kann durch eine sachgerechte Durchschnittsbildung entgegengewirkt werden.<sup>888</sup> Weiterhin stellt sich bei der Instandhaltung stets die Frage nach der Abgrenzung zur Modernisierung, die eine Investition darstellt und somit auch den Mietwert der Immobilie erhöhen würde.<sup>889</sup> Bei der Bestimmung der durchschnittlichen Instandhaltungskosten kann auf Marktdaten zurückgegriffen werden

<sup>884</sup> In Form eines kalkulatorischen Wagnisses. Vgl. Sturm, Kostenrechnung, S. 10–12.

<sup>885</sup> Beispielsweise Flure, Treppenhäuser und Toiletten.

<sup>886</sup> Vgl. Johnson/Davies/Shapiro, Modern Methods of Valuation, S. 73.

<sup>887</sup> Vgl. Kleiber/Simon/Weyers, Verkehrswertermittlung von Grundstücken, S. 1320.

<sup>888</sup> Vgl. Johnson/Davies/Shapiro, Modern Methods of Valuation, S. 65.

<sup>889</sup> Vgl. Phillips, The Appraisal of Real Estate, S. 517f.

sofern keine gesetzliche Regelung Vorrang hat.<sup>890</sup> Somit können die tatsächlichen Instandhaltungskosten des Bewertungsobjekts in Relation gesetzt werden, Abweichungen vom marktüblichen Durchschnitt erkannt und ein Anhaltspunkt für über die Instandhaltung hinausgehende Modernisierungen gegeben werden. Jedoch wäre es spekulativ den Modernisierungsaufwand ohne Bestätigung durch den Markt in einen erhöhten Mietwert zu überführen.

### 5.2.2.5 Abschreibung

Der Bedarf für eine Standardisierung ist bei den kalkulatorischen Kostenarten besonders hoch, da hier keine physisch beleg- und nachvollziehbaren Zahlungsvorgänge unterliegen. Während sich für den Leerstand noch aus dem Markt statistische Daten heranziehen lassen, können Abschreibungen nur eine grobe Schätzung des Wertverlusts der Immobilie darstellen, da die Nutzungsdauern von Immobilien stark variieren können und die in der Theorie vertretenen Werte teilweise deutlich überschreiten können. Andernfalls wären größere Teile deutscher Innenstädte nach ENGEL entgegen der Realität abbruchreif.<sup>891</sup>

Hieraus ergibt sich die Frage, inwiefern Instandhaltung und Modernisierungen die Nutzungsdauer von Immobilien verlängern können. Neben der Bestimmung der Nutzungsdauer müssen noch die Abschreibungsbemessungsgrundlage und die Art der Abschreibung festgelegt werden. Da Grund als unvergänglich angesehen wird, kann sollte die Abschreibung nur die Alterswertminderung der baulichen Anlagen abbilden.<sup>892</sup> Hierin könnte der Grund dafür liegen, dass in der amerikanischen und der britischen Wertermittlung keine systematischen Abschreibungen vorgenommen werden, da eine Trennung zwischen Boden und baulichen Anlagen in der Regel nicht vorgenommen wird.

Bei den amerikanischen Replacement Allowances handelt es sich um lineare Abschreibungen auf einzelne Immobilienkomponenten (Dach, sanitäre Einrichtungen, Anlagen etc.), nicht auf die gesamte Struktur. Demnach werden diese Abschreibungen auch nur berücksichtigt, sofern die Komponenten nicht die Lebensdauer der Gebäudestruktur übertreffen.<sup>893</sup> Eine Abschreibung im engen Sinn („Book Depreciation“), die der Kapitalwiedergewinnung dient, wird ausschließlich im Rahmen der Kapitalisierung vorgenommen, weshalb eine Berücksichtigung in der Ertragsermittlung redundant wäre.<sup>894</sup> Dies entspricht grundlegend der deutschen Vorgehensweise mit der Einschränkung, dass

---

<sup>890</sup> Vgl. Petersen, Marktorientierte Immobilienbewertung, S. 20f.

<sup>891</sup> Vgl. Engel/Kieffer, Nutzungsdauer bei der Wertermittlung, S. 16.

<sup>892</sup> Vgl. Kleiber/Simon/Weyers, Verkehrswertermittlung von Grundstücken, S. 1624.

<sup>893</sup> Vgl. Phillips, The Appraisal of Real Estate, S. 519.

<sup>894</sup> Vgl. Phillips, The Appraisal of Real Estate, S. 521.

Abschreibungsmessungsgrundlage und Nutzungsdauer nicht explizit bestimmt werden, sondern implizit Einfluss über die zur Kapitalisierungszinsableitung herangezogenen Transaktionen finden.

In der britischen Wertermittlung kommt der Alterswertminderung nur bei Immobilien gegen Ende ihrer wirtschaftlichen Nutzbarkeit besondere Aufmerksamkeit zu. In diesen Fällen kann über Sinking Funds der Kapitalaufwand für die Grundsanierung der Immobilie antizipiert werden. Jedoch wird im Regelfall auch hier die Alterswertminderung im Zuge der Kapitalisierung berücksichtigt.<sup>895</sup>

Eine systematische Berücksichtigung der Alterwertminderung ist eng mit der Frage verknüpft, ob explizite Annahmen über die Nutzungsdauer der baulichen Anlagen getroffen werden und eine Trennung vom Boden vorgenommen wird. Die deutsche Herangehensweise, die den Wertverlust über die zeitlich begrenzte Kapitalisierung der Erträge modelliert, setzt die genannten Parameter voraus. Vorteil gegenüber der britischen und amerikanischen Vorgehensweise ist die logische Stringenz und Nachvollziehbarkeit. Mit dem Ende der Nutzungsdauer entfällt der Ertrag und der Objektwert reduziert sich auf den Bodenwert. Hierbei ist die Restnutzungsdauer nicht unbedingt als der tatsächliche zu erwartende Nutzungszeitraum der Immobilie anzusehen.<sup>896</sup> Es handelt sich eher um eine Konvention, die einen altersübergreifenden Wertvergleich von Immobilien erlaubt. Als Modellbruch muss jedoch die Vernachlässigung von Abbruchkosten angesehen werden, die am Ende der Nutzungsphase einer direkten Realisierung des Bodenwerts gegenüber stehen.<sup>897</sup>

Während die angloamerikanische Praxis im Regelfall keine Abschätzung der Nutzungsdauer notwendig macht und somit eine mögliche Fehlerquelle ausschließt, stellt sich hier die Problematik der adäquaten Berücksichtigung des Gebäudealters in der ewigen Kapitalisierung, die eine geringe Nachvollziehbarkeit nach sich zieht.<sup>898</sup>

Dies kann an einem Beispiel illustriert werden. In Abbildung 34 wird das Verhältnis von Vervielfältiger für einen Liegenschaftszinssatz von 5 % und der sich hieraus ergebenden ewigen Rente (in Prozent) in Abhängigkeit von der Restnutzungsdauer dargestellt. Jenseits einer Restnutzungsdauer von 40 Jahren verhält sich die ewige Rente, die dem angloamerikanischen Vorgehen entspricht, verhältnismäßig konstant. Mit abnehmender Nutzungsdauer steigt die ewige Verzinsung jedoch rapide an. Während diese sprunghafte Veränderung beim Vervielfältiger einer nachvollziehbaren Gesetzmäßigkeit folgt, kann

<sup>895</sup> Vgl. Johnson/Davies/Shapiro, Modern Methods of Valuation, S. 68.

<sup>896</sup> Vgl. Engel/Kieffer, Nutzungsdauer bei der Wertermittlung, S. 16.

<sup>897</sup> Vgl. Simon, Internationale Bewertungsstandards, S. 273.

<sup>898</sup> Vgl. Engel/Kieffer, Nutzungsdauer bei der Wertermittlung, S. 16.

die Äquivalenz bei undefinierter Anpassung der ewigen Verzinsung nach angloamerikanischem Vorgehen nicht sicher gewährleistet werden. Die Kalkulation wird durch den Verlust einer Variablen unkontrollierbar.<sup>899</sup>

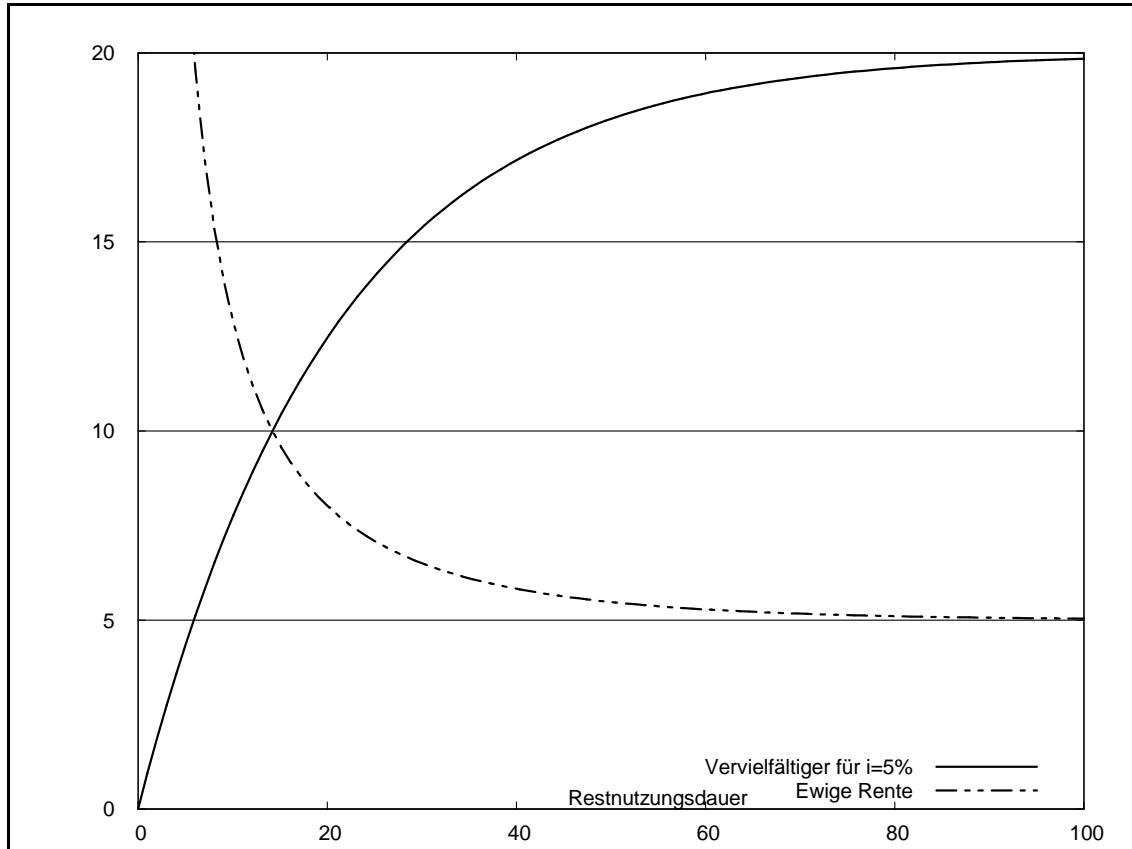


Abbildung 34: Vervielfältiger und ewige Rente

Quelle: Eigene Darstellung

Als Konsequenz hieraus muss sichergestellt werden, dass bei impliziter Altersberücksichtigung nur Transaktionen mit vergleichbarer Restnutzungsdauer zur Ableitung herangezogen werden, die eine Anpassung durch den Sachverständigen unnötig machen. Als Alternative kann der Jahresertrag um eine auf dem Sachwert der baulichen Anlagen basierte Abschreibung korrigiert werden, wofür jedoch auch eine Einschätzung der Restnutzungsdauer notwendig ist, die ewige Kapitalisierung jedoch weiter angewendet werden kann.

Vor diesem Hintergrund lässt sich ein standardisiertes Schema für die Alterswertminderung generieren. In Abbildung 35 lässt sich die Präferenz für den direkten Marktbezug bei der Kapitalisierung erkennen. In der zweiten Instanz spiegelt sich der deutsche

<sup>899</sup> Es muss beachtet werden, dass der Bodenwert in diesem Beispiel nicht einbezogen wurde und sich dämpfend auf die ewige Verzinsung bei kurzer Restnutzungsdauer auswirken würde.

Ansatz, der modelltheoretisch korrekt ist, jedoch mehr Parameter erfordert und einen leicht geringeren Marktbezug aufweist. Erst in letzter Instanz kommt eine sachwertorientierte explizite Abschreibungsberücksichtigung zum Tragen, die jedoch immer noch einer nach Ermessen des Sachverständigen alterbedingten Anpassung des Kapitalisierungszinsses vorzuziehen ist. In diesem Fall kann die Abschreibung auch als Sanierungsaufwand interpretiert werden, der aufgrund der Nutzungsverlängerung eine ewige Kapitalisierung rechtfertigt.<sup>900</sup>

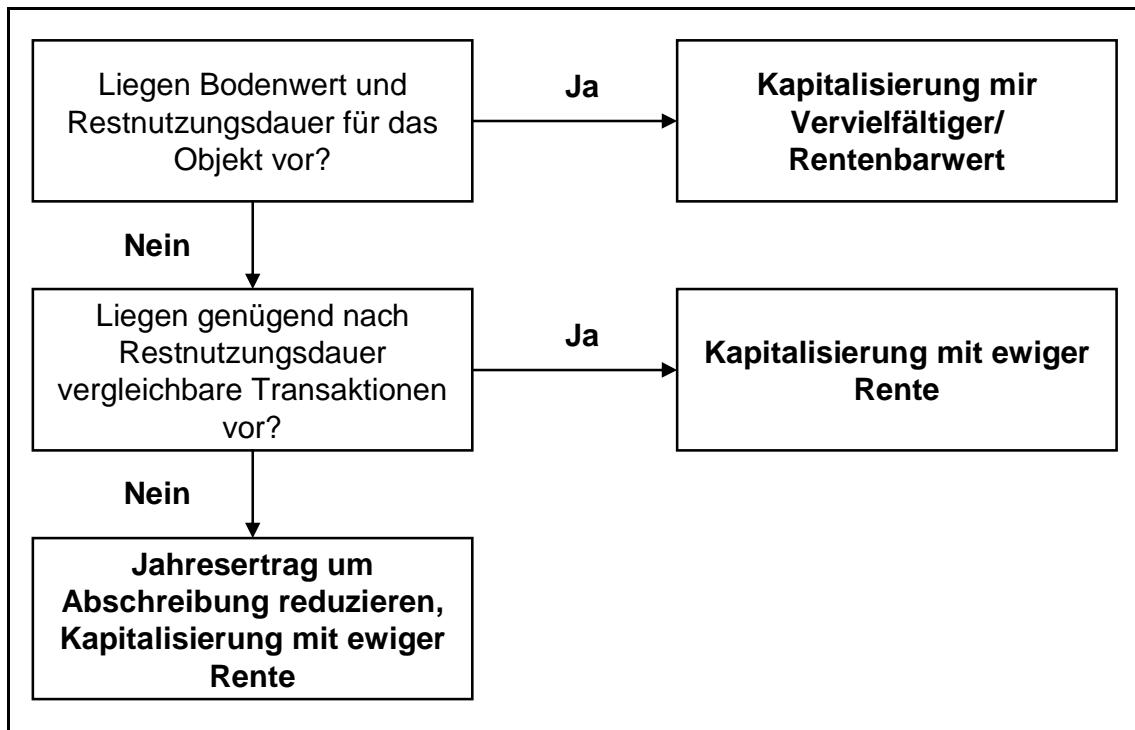


Abbildung 35: Schema für die Berücksichtigung der Restnutzungsdauer  
Quelle: Eigene Darstellung

#### 5.2.2.6 Leerstand und Mietausfall

Die Behandlung von Leerstand und Mietausfall erfolgt international auf identische Art durch Ansatz eines Prozentsatzes des Jahresrohertrags. Eine qualitative Standardisierung ist somit bereits gewährleistet. In den USA und Deutschland ist ein Ansatz obligatorisch, in Großbritannien nur im Einzelfall. Die Höhe des kalkulatorischen Mietausfalls liegt in der Praxis zwischen 2 und 7 %.<sup>901</sup> Diese Werte können auch als Grenzen für eine quantitative Standardisierung angesetzt werden.

<sup>900</sup> Vgl. Engel/Kieffer, Nutzungsdauer bei der Wertermittlung, S. 16.

<sup>901</sup> Vgl. Petersen, marktorientierte Immobilienbewertung, S. 19; vgl. Gelbtuch, The United States, S. 12f.

### 5.2.2.7 Versicherung und Steuern

Bei den fixen Bewirtschaftungskosten gebietet sich ein Ansatz in der tatsächlichen Höhe. Dabei werden Versicherungskosten von allen Bewertungsphilosophien zwangsläufig übereinstimmend behandelt. Aufgrund der guten Belegbarkeit dieser Kosten ist die Nachvollziehbarkeit für den Bewertungssachverständigen stets gewährleistet. Dies trifft in gleicher Weise auf immobilienbezogene Steuern zu.

### 5.2.2.8 Verwaltung

Die variablen Bewirtschaftungskosten lassen sich grob in die Kategorien Vermietung, Verwaltung, Betrieb und Instandhaltung aufteilen. Je nach Marktlage kann die Vermietung einen eigenständigen Charakter einnehmen oder eher in die Kategorie Verwaltung fallen.<sup>902</sup> Der Verwaltungsaufwand ist ein Kostenfaktor unabhängig davon, ob die Leistung vom Eigentümer selbst erbracht wird, da es sich in diesem Fall um Opportunitätskosten handelt. Eine Umlage ist in der Praxis nur eingeschränkt möglich, da selbst im vermieterfreundlichen Großbritannien die Verwaltung seines Eigentums in der Regel der Wirtschaftssphäre des Vermieters zugeordnet wird.<sup>903</sup> Aufgrund der Tatsache, dass die Verwaltung oft eine Eigenleistung des Eigentümers ist, wäre eine Kostenumlage in diesen Fällen sowohl schwer quantifizierbar als auch ein regelmäßiger Interessenkonflikt zwischen den Mietvertragsparteien. Als Ausweg wird in der Praxis vornehmlich auf eine prozentuale Pauschale auf den Rohertrag zurückgegriffen.<sup>904</sup> Die Höhe der Pauschale wird hierbei durch die im regionalen Markt zu erwartenden Kosten bei Fremdvergabe der Leistung bestimmt.<sup>905</sup> Die Prozentsätze bewegen sich zwischen 4 % (USA) und maximal 10 % (GB), in deren Mitte sich Deutschland mit 5–8 % befindet.<sup>906</sup> Der hohe britische Wert ist als oberer Rahmen anzusehen, die Spanne beginnt hier bereits bei 5 % des Rohertrags. Eine amerikanische Besonderheit ist, dass die Pauschale auf das Effective Gross Income gerechnet wird – den um Mietausfall und Leerstand reduzierten Rohertrag.

Für eine qualitative Standardisierung sollte die Pauschale auf den nominellen Rohertrag veranschlagt werden, da sich kein kausaler und mathematisch negativer Zusammenhang zwischen Mietausfall und Verwaltungsaufwand darstellen lässt. Überdies lässt sich eher eine positive Korrelation vermuten. Als Ausgangspunkt für eine quantitative Standardisierung kann die sich aus den vorgestellten Pauschalsätzen ergebende Spanne von 4–

---

<sup>902</sup> Vgl. Phillips, The Appraisal of Real Estate, S. 515.

<sup>903</sup> Vgl. Johnson/Davies/Shapiro, Modern Methods of Valuation, S. 71.

<sup>904</sup> Alternativ ist eine Pauschale pro Einheit möglich. Grundsätzlich ist der aussagekräftigere Ansatz zu wählen. Vgl. Petersen, Marktorientierte Immobilienbewertung, S. 19.

<sup>905</sup> Vgl. Baum/Mackmin/Nunnington, The Income Approach to Property Valuation, S. 53.

<sup>906</sup> Vgl. Gelbtuch, The United States, S. 15; vgl. Johnson/Davies/Shapiro, Modern Methods of Valuation, S. 71, vgl. Petersen, Marktorientierte Immobilienbewertung, S. 19.

10 % verwendet werden. Weicht der Sachverständige hiervon ab – insbesondere nach unten – so ergibt sich hieraus eine Verpflichtung, den abweichenden Ansatz zu rechtferigen und offen zu legen.

### 5.2.2.9 Vermietung

Kosten, die im Rahmen der Vermietung entstehen – primär Maklergebühren – fallen typischerweise bei Erstvermietung oder in Mietermärkten an. Der Ansatz hängt von gegenwärtiger und zu erwartender Marktlage bei Anschlussvermietung und den regionalen Marktusancen ab.<sup>907</sup> Eine Quantifizierung gestaltet sich dementsprechend schwierig. Weiterhin ist zu beachten, dass hoher Vermietungsaufwand in Konflikt mit der Prämisse einer nachhaltigen und somit marktgängigen Miete steht. Daher liegt es im Sinne einer Standardisierung und der methodischen Stringenz, den Vermietungsaufwand wie in GB und Deutschland den Verwaltungskosten zuzurechnen und mit der Pauschale abzugelten.

### 5.2.2.10 Instandhaltung

Die Instandhaltung stellt einen zentralen Aspekt der Bewirtschaftung von Immobilien dar. Sie steht im engen Zusammenhang mit der Nutzungsdauer und folglich auch der Abschreibung des Objekts. Nach der deutschen WertV werden Instandhaltungskosten als:

„[...] Kosten, die infolge Abnutzung, Alterung und Witterung zur Erhaltung des bestimmungsgemäßen Gebrauchs der baulichen Anlagen während ihrer Nutzungsdauer aufgewendet werden müssen.“<sup>908</sup>

definiert. Die Definition ist aussagekräftig, da sie nicht nur Ursache und Ziel der Instandhaltung festhält, sondern auch eine klare Abgrenzung zur Modernisierung bietet. Instandhaltung dient hiernach nicht zur Verlängerung, sondern zur Wahrung der ursprünglichen Nutzungsdauer. Hiervon grenzen sich die Modernisierung und Sanierung ab, die eine Verlängerung der Nutzungsdauer gewähren. Aus ertragsorientierter Sicht steht somit den Investitionskosten für Modernisierung oder Sanierung – bedingt durch längere Restnutzungsdauer sowie höheren Nutzwert – eine Wertsteigerung gegenüber.<sup>909</sup> Betriebswirtschaftlich argumentiert ist anzunehmen, dass es zu einer Nettowertsteigerung kommen muss, da die Investitionen andernfalls nicht getätigt würden. Eine Einbeziehung zukünftiger Modernisierungen sollte jedoch aus mehreren Gründen nicht

<sup>907</sup> Vgl. Phillips, The Appraisal of Real Estate, S. 515.

<sup>908</sup> § 18 Abs. 4 WertV.

<sup>909</sup> Vgl. Engel/Kieffer, Nutzungsdauer bei der Wertermittlung, S. 16.

in der Wertermittlung stattfinden. Je größer die geplanten technischen Eingriffe sind, umso stärker weicht das vom Sachverständigen begutachtete vom zukünftigen Objekt ab. In Verbindung mit der Problematik der Einschätzung der modernisierungsbedingten Nutzungsverlängerung sowie der Spekulativität der Maßnahmen entwickelt sich die Wertermittlung zu einer Investitionsrechnung.<sup>910</sup>

Durch die Fokussierung auf die Nutzungsdauer bei der Differenzierung zwischen Instandhaltung und Modernisierung entsteht auch kein inhaltlicher Konflikt zur Abschreibung. Instandhaltungsmaßnahmen lassen sich nicht gegen Abschreibungen aufrechnen, da die Abschreibung den Wertverlust über den vorgesehenen Nutzungszeitraum abbildet.<sup>911</sup> Dieser Nutzungszeitraum wird jedoch nur durch Instandhaltung ermöglicht. Im Gegenzug müssten bei unterlassener Instandhaltung Sonderabschreibungen oder Wertkorrekturen vorgesehen werden, da es zu einem Instandhaltungsstau kommt.<sup>912</sup>

Hieraus folgt, dass lediglich die Instandhaltung zu erfassen und von Modernisierungen zu trennen ist. In der Praxis dürfte sich jedoch das Problem stellen, dass eine Differenzierung teilweise nur schwer möglich ist.<sup>913</sup> Als Ausweg bietet sich ein Leistungskatalog an, der eine Aufstellung von Instandhaltungsmaßnahmen beinhaltet. Leistungen, die dort nicht aufgeführt werden, sind dann in der Regel als Modernisierung zu werten und nicht in den Bewirtschaftungskosten zu erfassen. Es lässt sich zusammenfassen, dass eine qualitative Standardisierung der Instandhaltungskosten durch eine Definition gewährleistet wird, deren Kern die Wahrung der geplanten Nutzungsdauer darstellt. Eine quantitative Standardisierung kann durch einen Leistungskatalog angestrebt werden, der eine Positivliste von Maßnahmen umfasst. Davon sind steuerliche Vorgaben zu abstrahieren, da die Gesetzgebung in der Regel auf eine Einordnung von baulichen Maßnahmen als Modernisierungsaufwand und somit auf eine steuerliche Aktivierung abzielen wird.

### 5.2.2.11 Betrieb

Die Kosten des Betriebs einer Liegenschaft stellen ein breites Feld dar und reichen von Energie- bis zu Reinigungskosten. Nach § 27 der II. Berechnungsverordnung sind Betriebskosten die Kosten (in vereinfachter Form), die dem Eigentümer durch das Eigentum am Grundstück sowie durch den bestimmungsgemäßen Gebrauch der Liegenschaft entstehen.<sup>914</sup> Dies umfasst definitionsgemäß auch laufende öffentliche Lasten wie

---

<sup>910</sup> Der Eigentümer ist nicht gezwungen die geplanten Maßnahmen durchzuführen und kann so eine unberechtigte Wertsteigerung erwirken.

<sup>911</sup> Vgl. Engel/Kieffer, Nutzungsdauer bei der Wertermittlung, S. 16.

<sup>912</sup> Vgl. Kleiber/Simon/Weyers, Verkehrswertermittlung von Grundstücken, S. 1393.

<sup>913</sup> Stellt der Austausch eines defekten Fensters durch ein moderneres eine Instandhaltungsmaßnahme oder bereits eine Modernisierung dar?

<sup>914</sup> Vgl. Falk et al., Fachlexikon Immobilienwirtschaft, S. 129.

Grundsteuern u.ä. sowie Versicherungskosten. Bei dieser Kategorisierung kommt es zu Überschneidungen mit den fixen Bewirtschaftungskosten. Daher sollten nur Kosten, die mit dem tatsächlichen Betrieb der Immobilie verbunden sind und nicht fix anfallen, dieser Kategorie zugeordnet werden. Steuern und Versicherung sind im Regelfall auch bei Leerstand der Immobilie in voller Höhe zu entrichten und fallen somit unabhängig von der Nutzung – respektive dem Betrieb – der Immobilie an.

In der Konsequenz darf eine mit den vorangehenden Überlegungen kongruente Definition der Betriebskosten vornehmlich variable Kostenkategorien umfassen. Betriebskosten können somit in Anlehnung an die II. BV als Kosten, „die durch den bestimmungsgemäß Gebrauch der Liegenschaft entstehen“, definiert werden.<sup>915</sup> Im Umkehrschluss müssen nach dieser Definition die Betriebskosten bei Nicht-Gebrauch der Liegenschaft entfallen oder deutlich sinken<sup>916</sup>, da sie ansonsten nicht betriebsbedingt wären. Aufgrund der Tatsache, dass die Betriebskosten – unabhängig von ihrer Umlagefähigkeit – durch die tatsächlichen Ausgaben bestimmt werden. Ist eine qualitative und quantitative Standardisierung weder möglich noch hilfreich. Aufgrund der regelmäßigen Umlage der Betriebskosten und der daraus folgenden Bewertungsneutralität wird der Thematik in der Wertermittlung keine weitere Relevanz beigemessen.<sup>917</sup>

### 5.2.2.12 Bodenrichtwert

Auch wenn in anderen Ländern der Bodenwert im Rahmen der Wertermittlung separat behandelt wird,<sup>918</sup> stellt der Bodenrichtwert eine deutsche Besonderheit<sup>919</sup> dar, die insbesondere im angloamerikanischen Raum nicht zu finden ist.<sup>920</sup> Bodenrichtwerte sind – obwohl, wie nachgewiesen, verzichtbar<sup>921</sup> – derzeit integraler Bestandteil der deutschen Wertermittlung. Für eine qualitative Standardisierung bedarf es im ersten Schritt einer Übertragung des Konzepts in die britische und amerikanische Wertterminologie. Die direkte Übersetzung nach dem Wörterbuch Immobilienwirtschaft lautet: „standard ground value“<sup>922</sup>.

---

<sup>915</sup> Eigene Definition.

<sup>916</sup> Je nachdem, ob die Kosten einen fixen Sockelbetrag beinhalten, wie es bei der Energie- und Wasserversorgung oft vorkommt.

<sup>917</sup> Bewertungsrelevanz kann sich jedoch aus Zahlungsausfällen bei der Kostenumlage ergeben. Vgl. Johnson/Davies/Shapiro, Modern Methods of Valuation, S. 74.

<sup>918</sup> Vgl. Mackmin, Valuation of real estate in global markets, S. 363.

<sup>919</sup> Die flächendeckende Bereitstellung von Bodenrichtwerten ist eine deutsche Besonderheit. Vgl. Kleiber, Interview; vgl. Hansche, Verzicht auf Bodenrichtwerte - Sorglosigkeit oder Vorsicht?, S. 141–143.

<sup>920</sup> Vgl. Downie/Schulte/Thomas, Germany, S. 138; vgl. Kleiber, Interview.

<sup>921</sup> Vgl. S. 213.

<sup>922</sup> Vgl. Schulte/Lee/Paul, Wörterbuch Immobilienwirtschaft, S. 426.

Hierbei handelt es sich um eine wörtliche Übersetzung, die mangels eines entsprechenden Konzepts im angloamerikanischen Raum ohne weitere Erläuterung kein Verständnis ermöglicht.<sup>923</sup> Vor dem Hintergrund des begrenzten Informationsbeitrags des Bodenwerts in der Ertragsbewertung stellt sich die Frage der Sinnhaftigkeit einer qualitativen Standardisierung, die einer Neueinführung des Konzepts in der britischen und amerikanischen Immobilienbewertung gleichkäme. Als Standardisierungsziel bietet sich vielmehr eine internationale Verpflichtung zur Offenlegung der Annahmen bzw. Daten bezüglich des Bodenwerts der zu bewertenden Liegenschaft an, wie bereits im Rahmen der Bodenwertproblematik argumentiert wurde.<sup>924</sup> Eine quantitative Standardisierung erübrigt sich hiermit.

Das Beispiel des Bodenrichtwerts zeigt die Bedeutung und die Grenzen der Terminologie in der internationalen Immobilienbewertung. Eine Wertermittlung ist transnational nur dann kommunizierbar, wenn alle Komponenten in der Wertterminologie des Bewertungsadressaten interpretierbar sind. Hierbei ergeben sich Kommunikationshindernisse nicht nur für den Fall, dass ein Konzept überhaupt nicht vorhanden ist – wie im Fall des Bodenrichtwerts – sondern insbesondere auch, wenn oberflächlich ähnliche aber inhaltlich abweichende Konzepte vorliegen, die ein erhebliches Potential für Missverständnisse bergen.<sup>925</sup>

## 5.2.3 Analyse der Terminologie

### 5.2.3.1 Grundlagen

Die Immobilienwertermittlung ist ein selbstständiges interdisziplinäres Fachgebiet und verfügt über eine ausgeprägte Fachsprache sowohl im deutschen als auch im amerikanischen und britischen Raum. Dabei basiert die Fachsprache auf einer spezifischen Terminologie, die eine eindeutige und widerspruchsfreie Durchführung und Vermittlung der Wertermittlung ermöglicht. Die Terminologie übernimmt die Funktion einer Konvention, die die Kommunikation sowohl zwischen Sachverständigen als auch mit den Bewertungsadressaten gewährleistet. Die Entwicklung einer einheitlichen Terminologie ist daher im internationalen Kontext von hoher Bedeutung. Um dieses Ziel genauer zu definieren ist es notwendig, auf die Grundlagen der Terminologielehre zurückzugreifen. Terminologie beschreibt nach DIN 2342 den:

<sup>923</sup> Vgl. Büchner, Bodenrichtwert, Forenbeitrag von Gregor Büchner, Head of Strategic Consulting, Jones Lang LaSalle.

<sup>924</sup> Vgl. S. 213.

<sup>925</sup> Vgl. Vella, Interview. Diese im britisch-amerikanischen Dialog häufig auftretende Problematik kann auch im deutschen Sprachraum auftreten. Vgl. Hök, Zur Grundstücksbewertung in Österreich, S. 205.

„Gesamtbestand der Begriffe und ihrer Benennungen in einem Fachgebiet.“

Das englischsprachige Pendant – die ISO 1087 – definiert Terminology als:

„Set of terms representing the system of concepts of a particular subject field.“

Aus der ISO-Definition geht die Bedeutung von Konzepten im Rahmen der Terminologie hervor, die eine wörtliche Übersetzung bei der Harmonisierung von Terminologien zu kurz greifen lässt. Ihr Pendant in der DIN 2342 ist der „Begriff“, der hier als:

„Denkeinheit, die aus einer Menge von Gegenständen unter Ermittlung der diesen Gegenständen gemeinsamen Eigenschaften mittels Abstraktion gebildet wird“

definiert ist. Der Begriff kann nach WÜSTER als „das Gemeinsame, das Menschen an einer Mehrheit von Gegenständen feststellen und als Mittel des gedanklichen Ordnens („Begrifens“)“<sup>926</sup> beschrieben werden. Im Gegensatz zur DIN-Definition wird hier die Inter subjektivität des Begriffs hervorgehoben, die mit Blick auf das Kommunikationsziel von Terminologien beachtet werden sollte. Der Begriffsinhalt ergibt sich aus der Gesamtheit seiner Merkmale. Bei den Merkmalen kann in Eigenmerkmale (inhärente) und Beziehungsmerkmale (Relationsmerkmale) unterschieden werden. Während die Eigenmerkmale sich aus dem Gegenstand selbst erkennen lassen, ergeben sich die Beziehungsmerkmale aus der Kenntnis über dessen Anwendung (Anwendungsmerkmale) und Herkunft (Herkunftsmerkmale).<sup>927</sup> Der Begriffsumfang beschreibt die Gesamtheit aller Unterbegriffe, die auf derselben Stufe stehen.<sup>928</sup>

Der Begriff ist nicht an eine einzelne Sprache gebunden, wird jedoch von dem jeweiligen gesellschaftlichen und kulturellen Hintergrund der Sprachgemeinschaft beeinflusst.<sup>929</sup> Seine sprachliche Ausprägung erhält der Begriff durch seine „Benennung“, die in DIN 2342 als:

„aus einem Wort oder mehreren Wörtern bestehende Bezeichnung“

---

<sup>926</sup> Wüster, Einführung in die allgemeine Terminologielehre und terminologische Lexikographie, S. 8.

<sup>927</sup> Vgl. Wüster, Einführung in die allgemeine Terminologielehre und terminologische Lexikographie, S. 16f.

<sup>928</sup> Beispielsweise fallen unter den Begriff Computer derzeit Rechner auf Basis der Halbleiter technik. Die Entwicklung von Quantencomputern würde eine neue Abgrenzung oder Erweiterung des Begriffs notwendig machen.

<sup>929</sup> Hierin begründet sich auch die begrenzte Aussagefähigkeit von Wörterbüchern.

definiert ist. Ihr entspricht die Definition des „term“ nach ISO 1087.

### 5.2.3.2 Harmonisierung in der Terminologie

Grundsätzlich können zwei Gruppen von Harmonisierungsfällen in der Terminologie unterschieden werden. Zum einen Begriffe, die sich nur in der Benennung unterscheiden und zum anderen Begriffe, die nur in der Terminologie einer Bewertungsphilosophie vorkommen bzw. nicht enthalten sind. Weiterhin besteht die Möglichkeit identischer Benennungen für abweichende Begriffe, die ein besonderes Potential für Missverständnisse darstellen.<sup>930</sup> Die begrenzte Anzahl dieser Fälle erfordert jedoch keine eigene Betrachtung und lässt sich in die beschriebenen Gruppen ordnen. Hierfür kommen überdies vornehmlich amerikanische und britische Termini in Frage, da Englisch in der offiziellen deutschen Wertermittlung noch keinen bedeutenden Einzug gehalten hat.<sup>931</sup> WÜSTER bezeichnet solche terminologischen „faux amis“ als „pseudointernational“.<sup>932</sup> Aufgrund des potenziellen wirtschaftlichen Schadens, der sich aus diesen Überschneidungen ergeben kann, wurde in der Einleitung der ISO-Norm 860 „Terminology work – Harmonization of Concepts and Terms“ besonderer Wert auf die Trennung zwischen den Elementen „term“ und „concept“ gelegt und die Problematik innerhalb der englischen Sprache betont:

„Concepts and terms in International Standards have been developed for international use. They may not, however, necessarily be acceptable in unaltered form in national contexts. This principle also applies for the official ISO languages at the various national levels. For instance, the wording in the English version of an International Standard may not be appropriate for a comparable American or British Standard.“

Einen Überblick über die möglichen Kombinationen in der internationalen Wertermittlungsterminologie gibt Tabelle 43 anhand von Beispielen:

---

<sup>930</sup> Vgl. Vella, Interview. Die Problematik ergibt sich vornehmlich zwischen der amerikanischen und der britischen Immobilienbewertung, da die deutsche Terminologie derzeit noch einen unbedeutenden Anteil englischsprachiger Benennungen aufweist.

<sup>931</sup> Die lässt sich auf die amtliche Vorgabe der WertV und WertR zurückführen.

<sup>932</sup> Vgl. Arntz/Picht/Mayer, Einführung in die Terminologiearbeit, S. 179.

Begriff		
Benennung	einheitlich	abweichend
	einheitlich	Market Value <sup>933</sup>
	abweichend	Mietausfallwagnis
		Bodenrichtwert

Tabelle 43: Kombinationen in der internationalen Terminologie

Quelle: Eigene Darstellung

Eine Vereinheitlichung der Benennungen in der internationalen Wertermittlungstheorie stellt weder ein praktisch sinnvolles noch theoretisch notwendiges Ziel dar. Dies würde zwangsläufig auf eine Anglisierung der Fachsprache hinauslaufen, wie sie – auch ohne explizite Standardisierungsorgane – in anderen Wirtschafts- und Lebensbereichen zu beobachten ist. Für eine erfolgreiche Kommunikation ist jedoch nicht die Benennung der Termini, sondern die Eindeutigkeit der unterliegenden Begriffe entscheidend.<sup>935</sup>

Daher besteht die eigentliche Notwendigkeit in einer eindeutigen Zuordnung der Begriffe zwischen den unterschiedlichen nationalen Bewertungsterminologien. In der Praxis ergibt sich hieraus jedoch eine Zirkularität, da für eine Kommunikation von Begriffen und Konzepten bereits bekannte Begriffe notwendig sind.<sup>936</sup> Es muss also einen Grundfundus an gemeinsamen oder übertragbaren Begriffen geben im Sinne eines Stein von Rosetta.<sup>937</sup>

Ein erster Schritt in dieser Richtung ist das WÖRTERBUCH IMMOBILIENWIRTSCHAFT, das aufgrund der hohen Resonanz in der Praxis bereits in 2. Auflage erschienen ist.<sup>938</sup> Hier findet sich ein Fundus an direkten Zuordnungen von Benennungen in englischer und deutscher Sprache. Jedoch kann trotz eindeutiger Zuordnung der Benennungen nicht immer auch Äquivalenz der unterliegenden Begriffe gewährleistet werden, da in der Regel mit konzeptionellen Abweichungen zu rechnen ist. Dieser Zusammenhang wird in Abbildung 36 dargestellt.

<sup>933</sup> Zumindest im angloamerikanischen Raum ist die Benennung einheitlich, wobei auch in der deutschen Bewertung neben dem Marktwert zunehmend vom Market Value gesprochen wird. Die Mehrheit der Sachverständigen verwenden die Begriffe als synonym.

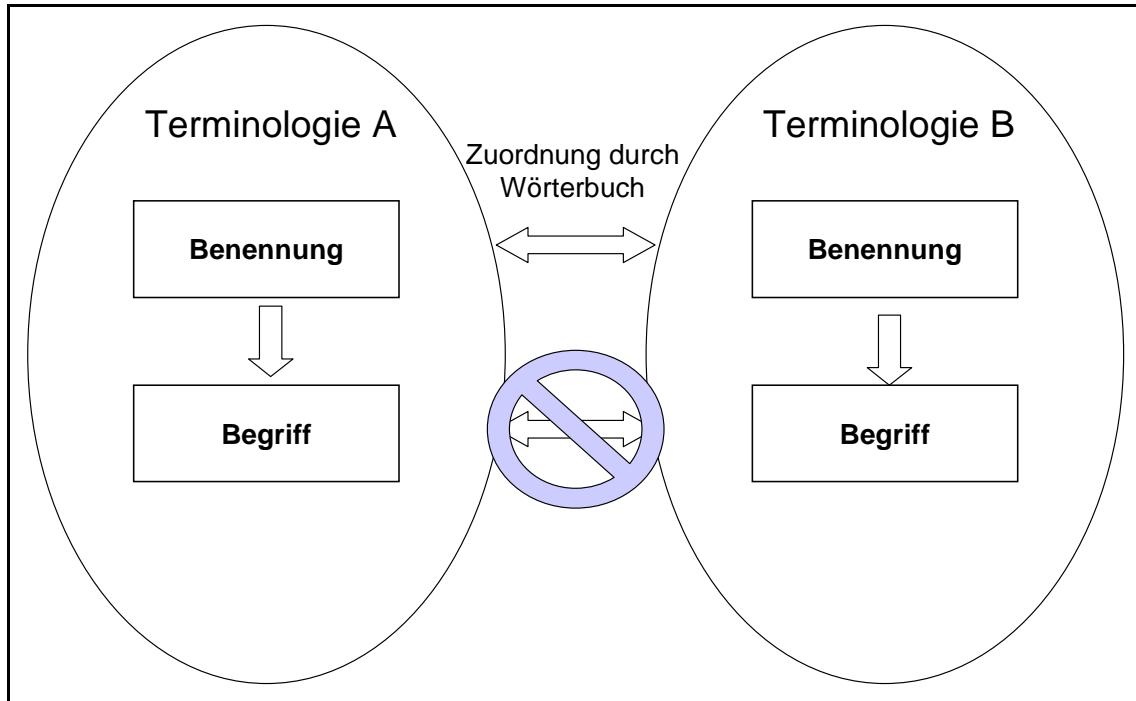
<sup>934</sup> Vgl. Vella, Interview zum Thema Depreciated Replacement Cost und Cost Approach.

<sup>935</sup> Vgl. Wüster, Einführung in die allgemeine Terminologielehre und terminologische Lexikographie, S. 93.

<sup>936</sup> Vgl. Wüster, Einführung in die allgemeine Terminologielehre und terminologische Lexikographie, S. 9f.

<sup>937</sup> Hierbei handelt es sich um eine bei Rosetta im Niltal gefundene Stele aus schwarzem Granit mit einem in drei Sprachen eingemeißeltem Text, der maßgeblich zur Entzifferung der ägyptischen Hieroglyphen beitrug.

<sup>938</sup> Vgl. Schulte/Lee/Paul, Wörterbuch Immobilienwirtschaft, S. 8.



**Abbildung 36: Eingeschränkte Zuordnung durch Wörterbücher**

Quelle: Eigene Darstellung

Diese Leistung kann prinzipbedingt von einem Wörterbuch nur bedingt erbracht werden, da eine direkte Zuordnung von Begriffen zwischen Terminologien nur in einer begrenzten Zahl von Fällen möglich ist. Der notwendige Abgleich zwischen Begriffen verschiedener Terminologien im Sinn einer Herausarbeitung der Übereinstimmungen und Abweichungen sprengt den Rahmen eines Wörterbuchs. Hierbei erweist es sich vor allem als problematisch, dass „die einzelnen Sprachen die begriffliche Einteilung der Wirklichkeit in unterschiedlicher Weise vornehmen.“<sup>939</sup>

### 5.2.3.3 Anwendung in der Bewertungsterminologie

Im Folgenden sollen die Schritte einer Normung in der Terminologie entwickelt werden. Aus terminologischer Sicht besteht hierbei kein bedeutender Unterschied, ob es sich um eine oder mehrere Terminologien sowie eine oder mehrere Sprachen handelt.<sup>940</sup> Im Gegensatz zur Etablierung einer neuen Terminologie stellen sich jedoch bei einer Angleichung besondere Anforderungen, da zwischen den bestehenden und bereits etablierten Terminologien abgewogen werden muss.

<sup>939</sup> Arntz/Picht/Mayer, Einführung in die Terminologiearbeit, S. 148. Als anschauliches Beispiel werden hier die Farbwörter angeführt, da sie auch in der Natur nicht eindeutig gegeneinander abgegrenzt sind, sondern im Farbspektrum ineinander übergehen.

<sup>940</sup> Vgl. Wüster, Einführung in die allgemeine Terminologielehre und terminologische Lexikographie, S. 4.

Am Anfang steht die Erfassung aller Elemente der betroffenen Terminologien. Dies kann anhand einer Zusammenfassung aller gebräuchlichen Benennungen geschehen, womit die entsprechenden Begriffe implizit beinhaltet sind. Weiterhin beschränkt sich die Erfassung nur auf den Wortschatz; Flexionslehre und Syntax können vernachlässigt werden.<sup>941</sup>

Diese Aufgaben werden durch die Erstellung eines Wörterbuchs hinreichend erfüllt und es stellt deswegen einen idealen Einstieg in eine Harmonisierung der Terminologie dar. Die durch das Wörterbuch gewährleistete Zuordnung der Benennungen stellt – obgleich der eingeschränkten Äquivalenz der repräsentierten Begriffe – einen fundierten Ausgangspunkt für einen Abgleich der verschiedenen Begriffe dar.

Zu den zentralen Begriffen der Immobilienbewertung zählen die Elemente der Immobilienbewertung:<sup>942</sup>

- Wertdefinitionen
- Bewertungsverfahren
- Bewertungsparameter

Hier zeigt sich, dass ein großer Teil der Harmonisierungsaufgabe in der internationalen Immobilienbewertung grundsätzlich auch terminologischer Natur ist. Das in den vorausgehenden Punkten erarbeitete Standardisierungspotential der Verfahren und Parameter entspricht einer Normung der Begriffe der Wertermittlungsterminologie. In diesem Kontext kommen auch die terminologischen Begriffsmerkmale zum Tragen, da sie beim Abgleich der Begriffe eine strukturierte Vorgehensweise ermöglichen. Die Erfassung und Normung der Merkmale kann dabei von außen nach innen sowie von innen nach außen erfolgen, in Abhängigkeit von der größeren Relevanz der Eigen- oder Beziehungsmerkmale des Begriffs.<sup>943</sup>

Dadurch ergibt sich ein dualer Ansatz für die Harmonisierung. Eine Zuordnung und Normierung der Benennungen in der Wertermittlung durch ein qualifiziertes Wörterbuch stellt die im engen Sinne terminologische Komponente dar. Eine Standardisierung der internationalen Bewertungsparameter entspricht der methodologischen Komponente. Beide Ansätze ergänzen sich und ermöglichen eine ganzheitliche Harmonisierung. Hieraus ergibt sich ein praxisorientiertes duales Standardisierungsziel, das in Abbildung 37 illustriert wird.

<sup>941</sup> Vgl. Wüster, Einführung in die allgemeine Terminologielehre und terminologische Lexikographie, S. 2.

<sup>942</sup> Vgl. Abbildung 32: Erweiterter Kontext der Immobilienbewertung.

<sup>943</sup> Vgl. Wüster, Einführung in die allgemeine Terminologielehre und terminologische Lexikographie, S. 16–22.

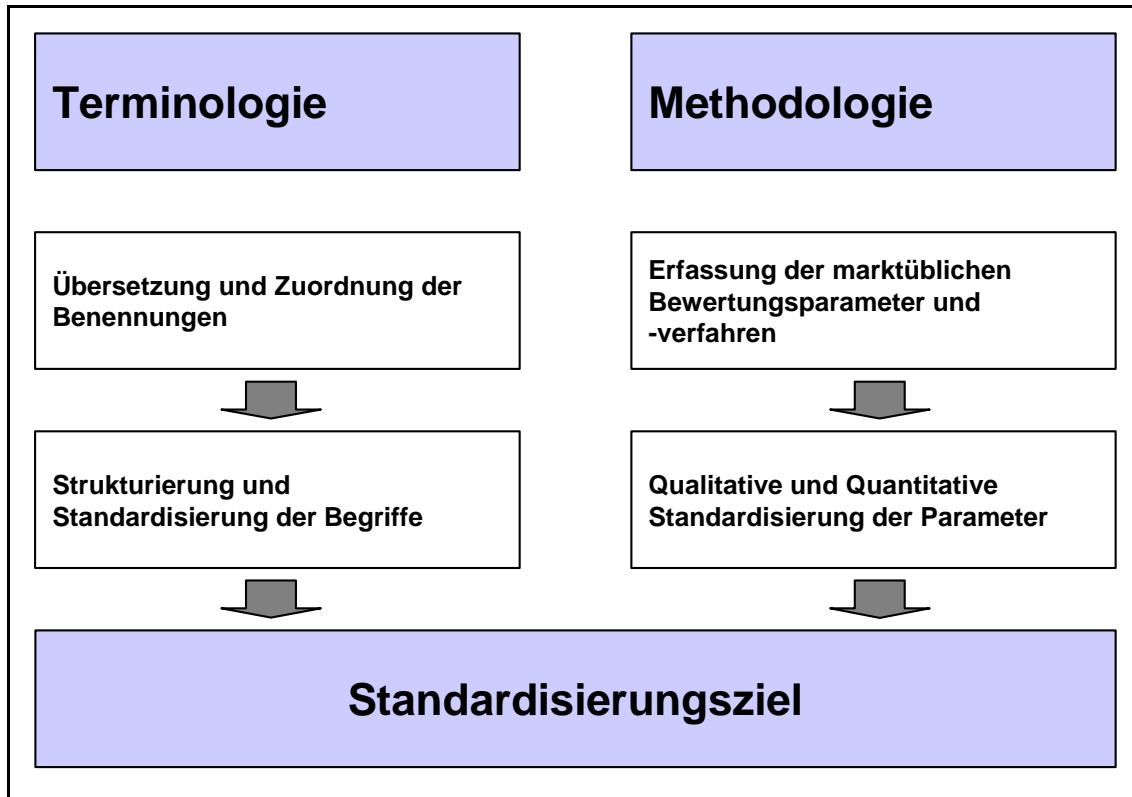


Abbildung 37: Duale Standardisierung

Quelle: Eigene Darstellung

Der zweite terminologische Standardisierungsschritt – die Strukturierung und Standardisierung der Begriffe – lässt sich durch die Erstellung eines multilateral anerkannten Glossars der Immobilienwertermittlung umsetzen. Das IVSC hat bereits ein einfaches Glossar zusammengestellt, das als Ausgangspunkt dienen kann.<sup>944</sup> Der Unterschied zwischen einem Übersetzungswörterbuch und einem Glossar liegt darin, dass es sich bei ersteren um eine Ist- und bei letzterem um eine verbindliche Soll-Norm handelt.<sup>945</sup> Die Erstellung eines Glossars unterteilt sich in fünf Arbeitsschritte:<sup>946</sup>

1. Festlegung des Inhaltes und der Anordnung des zu schaffenden Wörterbuchs
2. Zusammentragung der Quellen und ihre Verarbeitung (Wörterbuchdokumentation); Hand in Hand damit Aufstellung des systematischen Teiles
3. Ausarbeitung der Manuskripte des systematischen Teiles
4. Ausarbeitung der Abc-Liste

<sup>944</sup> Vgl. Vella, Interview.

<sup>945</sup> Vgl. Wüster, Einführung in die allgemeine Terminologielehre und terminologische Lexikographie, S. 140.

<sup>946</sup> Vgl. Wüster, Einführung in die allgemeine Terminologielehre und terminologische Lexikographie, S. 141.

## 5. Veröffentlichung

Der Unterschied bei der Zusammenführung von verschiedensprachigen Terminologien zu der Erstellung eines Wörterbuchs zeigt sich bei der Erfassung der hierarchischen Beziehungen der Begriffe. Vor der Zuordnung der Benennungen und Begriffe erfolgt eine separate Hierarchisierung der Terminologien. In getrennten Arbeitsschritten werden zunächst zwei einsprachige Begriffssysteme erstellt, die im Anschluss in einen logischen – nicht alphabetisch gegliederten – Zusammenhang gesetzt werden.<sup>947</sup>

Bei der Zusammenführung werden sich zwangsläufig „terminologische Lücken“ in einer der behandelten Fachsprachen finden. Hierbei kann in Benennungs- und Begriffslücken unterschieden werden. Die Behandlung von Benennungslücken, die sich häufig aus unterschiedlichen Detaillierungsgraden in der Untergliederung ergeben, ist vergleichsweise unproblematisch. Eine passende Benennung lässt sich durch eine Lehnübersetzung gewährleisten. Bei der Begriffslücke<sup>948</sup>, die sich aus einer unterschiedlichen Strukturierung der „fachlichen Realität“ der zu harmonisierenden Fachsprachen ergibt, kommt es zu einer Überschneidung beider Systeme, deren Behandlung komplizierter ausfällt. Neben der Festlegung einer neuen Benennung muss hier das gesamte Konzept zumindest rudimentär bereitgestellt werden, um ein Verständnis in beiden Fachsprachen zu gewährleisten.<sup>949</sup>

Aufgrund der Vielzahl der betroffenen Parteien ist analog der Erarbeitung internationaler Rechnungslegungsstandards ein Konsultationsprozess zu berücksichtigen, um auf iterative Weise zu einem konsensfähigen Glossar zu gelangen.<sup>950</sup> Im Sinne einer Prozessoptimierung des internationalen Dialogs bietet sich hierfür eine rechnergestützte und internetbasierte Terminologiearbeit an, die einen parallelen Arbeitsfluss und zeitgleichen Datenaustausch ermöglicht.<sup>951</sup> Zudem kann durch eine internetgestützte Datenbank eine kontinuierliche Wartung und Erweiterung des Glossars betrieben werden.<sup>952</sup>

---

<sup>947</sup> Vgl. Arntz/Picht/Mayer, Einführung in die Terminologiearbeit, S. 158f.

<sup>948</sup> Ein prädestiniertes Beispiel ist die Restnutzungsdauer und Bodenwertbehandlung in der deutschen Wertermittlung.

<sup>949</sup> Vgl. Arntz/Picht/Mayer, Einführung in die Terminologiearbeit, S. 166–170.

<sup>950</sup> Vgl. Wüster, Einführung in die allgemeine Terminologielehre und terminologische Lexikographie, S. 143.

<sup>951</sup> Vgl. Arntz/Picht/Mayer, Einführung in die Terminologiearbeit, S. 228–231.

<sup>952</sup> In Anlehnung an erfolgreiche Onlinewörterbücher wie z.B. Leo (<http://dict.leo.org>) in Verbindung mit dem interaktiven Wikipedia-Konzept (<http://www.wikipedia.org>).

### 5.3 Zusammenfassung

Die Ableitung von Harmonisierungsansätzen setzt nicht nur die Auseinandersetzung mit den betroffenen Bewertungsphilosophien voraus, sondern erfordert ein grundlegendes Verständnis der Rahmenbedingungen der Wertermittlung. Hierfür wurde das Modell des erweiterten Kontexts der Immobilienbewertung vorgestellt, dass die Zusammenhänge der Elemente der Wertermittlung mit ihren Rahmenbedingungen illustriert. Die bisherigen Harmonisierungsbestrebungen sind durch einen Top-Down-Ansatz – „Harmonisierung von oben“ – geprägt.<sup>953</sup> Aufgrund der institutionellen Konstellation, die sich aus den unterschiedlichen nationalen Verbandsinteressen ergibt<sup>954</sup>, sind dieser Vorgehensweise Grenzen gesetzt. Als Alternative bietet sich ein praxisorientierter Bottom-Up-Ansatz an, der eine Standardisierung von den unteren Bewertungsebenen aus betreibt. Diese Herangehensweise deckt sich mit der Einsicht, dass aus wertermittlungstechnischer Sicht primär die Bewertungsdaten, nicht die verwendeten Methoden das Ergebnis prägen.<sup>955</sup>

Im Rahmen der Analyse der qualitativen und quantitativen Standardisierbarkeit hat sich gezeigt, dass eine qualitative Standardisierung der zentralen Bewertungsparameter in den meisten Fällen durchführbar ist. Darüber hinaus zeichnet sich für einen Teil der Parameter die Möglichkeit einer zusätzlichen quantitativen Standardisierung ab. Im Rahmen der Erarbeitung von Standardisierungskonzepten wurden Ansatzschemata für Bewertungsparameter entwickelt. Diese gewährleisten einen einheitlichen und nachvollziehbaren Ansatz von Parametern und tragen so zu einer Harmonisierung in der Wertermittlung bei. Die Konzepte hierfür wurden teilweise der harmonisierten Rechnungslegung entlehnt, die vergleichbare Problemstellungen bewältigen muss. Gleichzeitig erfährt die Immobilienbewertung in der internationalen Rechnungslegung eine wachsende Bedeutung, weshalb kompatible Konzepte vorzuziehen sind.

---

<sup>953</sup> Dieser Umstand drückt sich auch im eingeschränkten wissenschaftlichen Austausch in der internationalen Immobilienforschung aus. Vgl. D'Arcy/Tsolacos, Property research in Europe: moving forward through engagement, S. 284–290.

<sup>954</sup> Vgl. Baumunk, Interview, Vella, Interview sowie Edge, Interview.

<sup>955</sup> Vgl. Kleiber, Interview; dies zeigt sich auch bei der Berücksichtigung besonderer wertbeeinflussender Umstände wie bspw. einer Bodenkontaminierung, deren internationale Harmonisierung nicht durch schematisierte Verfahren vorangetrieben werden kann. Vgl. Bond et al., An International Perspective on Incorporating Risk in the Valuation of Contaminated Land, S. 264.

## 6 Harmonisierung in Immobilienbewertung und -rechnungslegung

### 6.1 Einführung

Nach der EU-Verordnung 1606/2002 vom 19. Juli 2002 haben kapitalmarktorientierte Unternehmen (börsennotiert) für Geschäftsjahre, die am oder nach dem 1. Januar 2005 beginnen, Konzernabschlüsse nach den IFRS zu erstellen. Diese Vorgabe wurde mit dem Bilanzrechtsreformgesetz (BilReG) am 4. Dezember 2004 in deutsches Recht übernommen. In diesem Zug wurde die Verpflichtung zur Anwendung der IFRS überdies auf Unternehmen ausgedehnt, deren Wertpapiere zwar noch nicht gehandelt werden, die sich aber im Zulassungsprozess befinden (§ 315a Abs. 2). Weiterhin besteht für alle anderen Mutterunternehmen ein Wahlrecht die IFRS anzuwenden.<sup>956</sup>

Für börsennotierte Mutterunternehmen bestand bereits seit 1998 durch das Kapitalaufnahmeeleichterungsgesetz (KapAEG) nach § 292a HGB die Möglichkeit, einen von der Konzernabschlusspflicht befreienen Abschluss nach internationalen Standards zu erstellen. Dieser Paragraph entfiel mit Inkrafttreten des BilReG.<sup>957</sup>

Beim Einzelabschluss eröffnet das BilReG großen Kapitalgesellschaften zudem die Möglichkeit, dass in den Pflichtveröffentlichungen ein IFRS-Einzelabschluss an die Stelle des traditionellen HGB-Abschlusses tritt. Das Unternehmen kann sich so seinen Geschäftspartnern mit einem auf Informationszwecke zugeschnittenen, international anerkannten und interpretierbaren Abschluss präsentieren. Im Rahmen der Ausschüttungsbemessung und der Besteuerung bleibt jedoch weiterhin der HGB-Einzelabschluss maßgeblich. Unternehmen, die auf IFRS umstellen, müssen also ihre Einzelabschlüsse sowohl nach IFRS als auch nach HGB erstellen.<sup>958</sup>

Mit der Pflicht zur Bilanzierung nach IFRS ergibt sich für europäische Unternehmen eine bisher unerreichte Vergleichbarkeit hinsichtlich wirtschaftlicher Entwicklung und Performance.<sup>959</sup> Hierbei ist es nicht abträglich, dass die EU-Richtlinie sich primär auf Konzernabschlüsse bezieht, da anzunehmen ist, dass Anleger auch bei Unternehmen, die nicht in diese Kategorie fallen, auf einen Abschluss nach IFRS drängen werden.<sup>960</sup> Gleichzeitig wird in diesem Rahmen der Ruf nach einer international einheitlichen Wertermittlung im

---

<sup>956</sup> Vgl. Kirsch, Einführung in die internationale Rechnungslegung nach IAS/IFRS, S. 14–16.

<sup>957</sup> Vgl. Heuser/Theile/Pawelzik, IAS/IFRS Handbuch, S. 23–26.

<sup>958</sup> Vgl. Heuser/Theile/Pawelzik, IAS/IFRS Handbuch, S. 26–30.

<sup>959</sup> Vgl. Wagenhofer, Internationale Rechnungslegungsstandards, S. 6–9.

<sup>960</sup> Vgl. Paul, Kapitalmarktorientierte Immobilienbewertung: Neuerungen durch IAS, S. 505.

Rahmen der Rechnungslegung nach IFRS immer lauter.<sup>961</sup> In Deutschland bedeutet der Wechsel von HGB zu IFRS zudem eine Änderung eines Grundprinzips der Rechnungslegung, weg vom Gläubigerschutz bzw. dem Vorsichtsprinzip hin zur Investorenorientierung.<sup>962</sup>

Mit der bewertungsbasierten Bilanzierung von Unternehmensimmobilien stellt sich jedoch auch die Frage, wer die Kompetenz für die bilanzielle Wertfindung der Immobilien besitzt. In diesem Rahmen ist nicht nur zu klären, wer qualifiziert ist, die Wertermittlung auszuführen, sondern auch wer die Wertermittlungsstandards hierfür festlegt. Es besteht die Gefahr einer Überschneidung der Kompetenzen von Rechnungslegungs- und Wertermittlungsstandardsorganen, namentlich des IASB und des IVSC.<sup>963</sup>

Das amerikanische Financial Accounting and Standards Board (FASB) befindet sich im Prozess der Formulierung einer „Valuation Guidance for Financial Reporting“, für die gegenwärtig fachliche Stellungnahmen aus den betroffenen Wirtschaftszweigen eingeholt werden. Eine Übernahme durch das IASB wäre denkbar. Die vorliegende Stellungnahme des National Council of Real Estate Investment Fiduciaries sieht keinen Bedarf für „conceptual valuation guidance“ für Sachverständige und geht davon aus dass die bestehenden Wertermittlungsstandards der USPAP ausreichend für Zeitwertermittlung zu Rechnungslegungszecken ist.<sup>964</sup>

## 6.2 Maßgebliche Aspekte der IFRS für die Bilanzierung von Immobilien

### 6.2.1 Wahl des Ansatzes und Bewertungsverfahrens

Die bewertungsbasierte Bilanzierung von Immobilien stellt einen drastischen Informationsgewinn für Bilanzierungsadressaten dar. Jedoch können hierfür nicht alle Unternehmensimmobilien auf identische Weise bewertet werden.<sup>965</sup> Das Kernproblem liegt in der eingeschränkten Drittverwendungsfähigkeit vieler Unternehmensimmobilien – insbeson-

---

<sup>961</sup> Vgl. Schulte, IAS/IFRS Immobilienbewertung und -rechnungslegung, S. 10.

<sup>962</sup> Vgl. Coenenberg, Jahresabschluss und Jahresabschlussanalyse, S. 60.

<sup>963</sup> Vgl. Eccles/Holt, International Accounting Standards: A paradigm shift for corporate real estate?, S. 79f.; vgl. Edge, The Globalization of Real Estate Appraisal, S. 87–90; Vgl. Dorchester/Vella, Valuation and the Appraisal Institute in a Global Economy, S. 78.; vgl. Dorchester, Interview.

<sup>964</sup> Vgl. Poutasse, Valuation Guidance for Financial Reporting, S. 1–3.

<sup>965</sup> Vgl. Lang, Immobilienvermögen in der IAS/IFRS-Bilanzierung, S. 342–345.

dere Selbstgenutzter. Dieser Umstand kann die Verwendung einer marktorientierten Wertdefinition für den bilanziellen Ansatz inadäquat machen.<sup>966</sup>

Dieser Umstand wurde auch in den IFRS gewürdigt, die eine Klassifizierung der Immobilien nach ihrer Verwendung vornehmen und hiernach differenzierte Bilanzierungsregeln vorsehen. Die Einordnung erfolgt gemäß des in Abbildung 38 dargestellten Schemas. Derzeit ermöglichen die Standards IAS 16 (Immobilien des Sachanlagevermögens) und IAS 40 (Anlageimmobilien) eine auf Marktwerten basierte Bilanzierung von Immobilien. Eigengenutzte Immobilien werden nach IAS 16 behandelt.<sup>967</sup>

Die Gefahr der eingeschränkten Drittverwendungsfähigkeit schlägt sich in der Gestaltung des Standards nieder. Der Ansatz findet in der Regel zu fortgeführten Anschaffungs- oder Herstellungskosten statt, weshalb der bewertungsbasierte Ansatz nur als Alternative vorgesehen ist.<sup>968</sup> Im Gegensatz zu der Bilanzierung von Anlageimmobilien ist für die Bilanzierung eigengenutzter Immobilien auch keine periodische Bewertung, sondern eine Neubewertung (Revaluation) nach Bedarf vorgesehen.<sup>969</sup>

Die Neubewertungen müssen jedoch verlässlich bestimmbar sein und mit hinreichender Regelmäßigkeit für Gruppen von Sachanlagen durchgeführt werden.<sup>970</sup> Die Ermittlung des Neubewertungsbetrags der eigengenutzten Liegenschaften orientiert sich am beizulegenden Zeitwert. Dieser ist in einem Gutachten von einem qualifizierten internen oder externen Sachverständigen zu schätzen.<sup>971</sup> Ähnlich wie bei der Wertermittlung von Anlageimmobilien wird der Rückgriff auf externe Sachverständige zwar favorisiert, ist jedoch nicht zwingend.<sup>972</sup>

---

<sup>966</sup> Vgl. Dorchester, Interview; vgl. Pellens/Fülbier/Gassen, Internationale Rechnungslegung, S. 309f.

<sup>967</sup> Vgl. Abbildung 38.

<sup>968</sup> Vgl. IAS 16.29 rev.; vgl. Kirsch, Einführung in die internationale Rechnungslegung nach IAS/IFRS, S. 78f.

<sup>969</sup> Vgl. Heuser/Theile/Pawelzik, IAS/IFRS Handbuch, S. 203–205.

<sup>970</sup> Vgl. IAS 16.31 rev. und IAS 16.36 rev.; vgl. Müller, International Financial Reporting Standards, S. 60.

<sup>971</sup> Vgl. IAS 16.32 rev.; vgl. Wagenhofer, Internationale Rechnungslegungsstandards, S. 363–370.

<sup>972</sup> Vgl. Weber/Baumunk, IFRS Immobilien, S. 62.

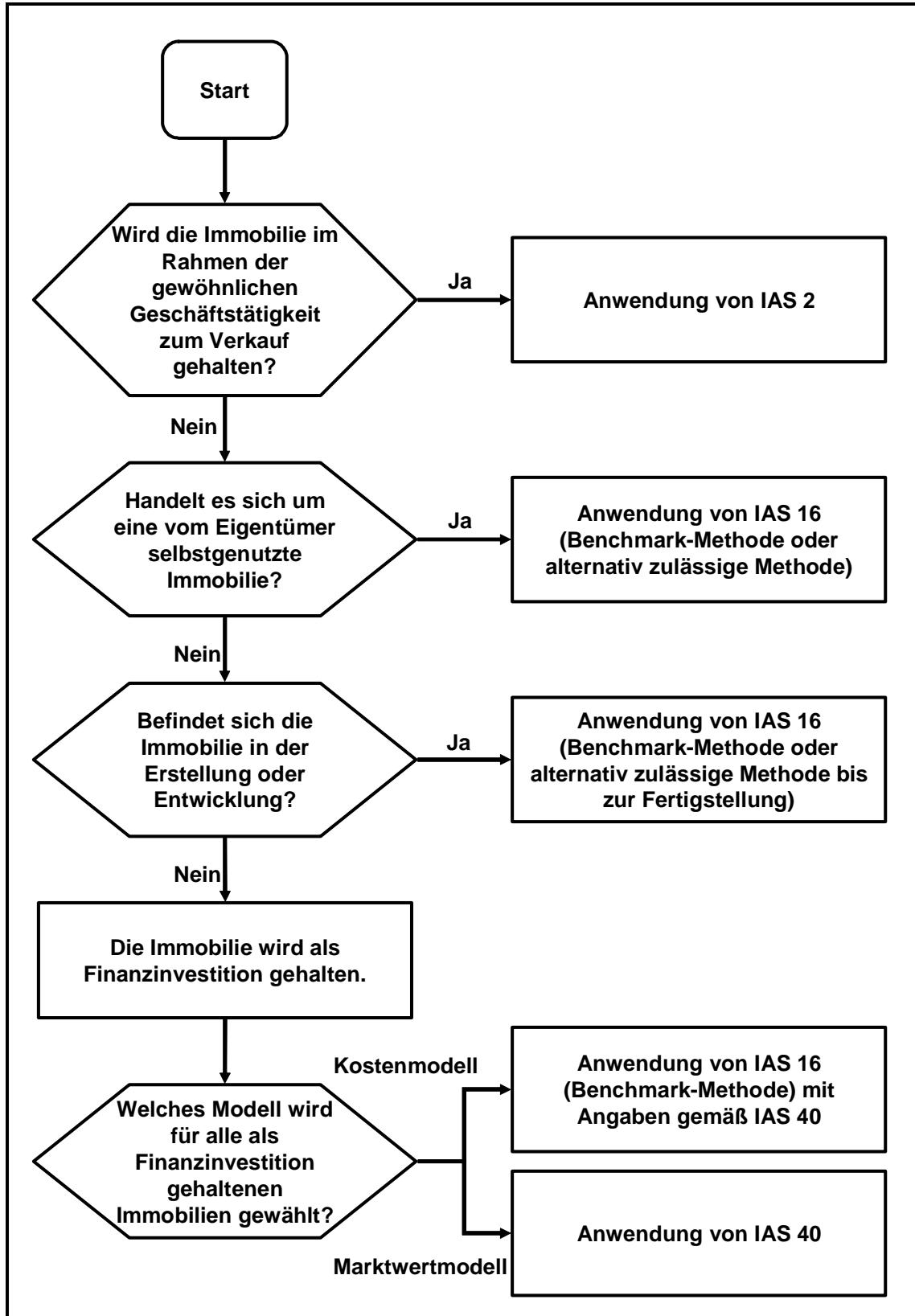


Abbildung 38: Entscheidungsbaum für die Bilanzierung

Quelle: IAS 40, Anhang A

Während die Bilanzierung zum Zeitwert bei eigengenutzten Immobilien nur eine nachrangige Rolle spielt, ist sie beim Ansatz von Anlageimmobilien von großer Bedeutung.

Hier kommt der im März 2000 veröffentlichte und in 2004 überarbeitete IAS 40 zum Tragen, der ausschließlich Vorgaben für den Ansatz, die Bewertung und den Ausweis von Anlageimmobilien im Abschluss nach den International Financial Reporting Standards enthält.<sup>973</sup>

Bei der Erstbilanzierung von Immobilien nach IFRS wird mit Anlageimmobilien und eingesetzten Objekten identisch verfahren. Der Ansatz erfolgt stets zu Anschaffungs- oder Herstellungskosten. Transaktionskosten in Form von Anwalts- und Notarkosten, mit dem Eigentumsübergang verbundene Steuern sowie sonstige mit der Transaktion verbundene Aufwendungen – dies umfasst auch Suchkosten, sofern sie der erworbenen Immobilie direkt zugeordnet werden können, sowie künftig erwartete Abbruchs- und Wiederherstellungskosten, wenn eine Verpflichtung dazu besteht – sind im Bilanzansatz mit einzubeziehen.<sup>974</sup>

Zu den Anschaffungs- oder Herstellungskosten von Anlageimmobilien werden folgende Posten jedoch nicht gerechnet:<sup>975</sup>

- Anlaufkosten (sofern sie nicht notwendig sind, um die Immobilie in den vorgesehenen betriebsbereiten Zustand zu versetzen),
- anfängliche Betriebsverluste, die vor dem Erreichen der avisierten Auslastung entstehen, sowie
- ungewöhnlich hohe Materialabfälle, Personalkosten oder andere Ressourcen, die bei der Erstellung bzw. Entwicklung der Immobilie anfallen.

Die Herstellungskosten selbst errichteter Immobilien werden zum Fertigstellungszeitpunkt festgestellt. Vor der Fertigstellung wird das Objekt nach IAS 16 behandelt, da es sich erst ab der Fertigstellung um eine Anlageimmobilie handelt, die IAS 40 unterliegt.<sup>976</sup>

Mit dieser Abgrenzung gibt IAS 40 eine klare Trennung zwischen dem Kaufwert einer Immobilie und dem betrieblichen Risiko der Bewirtschaftung vor. Die Aussagekraft der Anschaffungskosten über den Marktwert der erworbenen Immobilie ist nur eingeschränkt, da die Transaktion nicht zu marktgerechten Konditionen stattgefunden haben muss. Dies gilt im verstärkten Maß für Herstellungskosten, da die Praxis zeigt, dass der

<sup>973</sup> Vgl. Zülch, Bilanzierung von Investment Properties und Sachanlagevermögen unter Berücksichtigung latenter Steuern, S. 698.

<sup>974</sup> Vgl. IAS 40.21; vgl. Schierenbeck, Bilanzierung von Immobilien im Spannungsfeld kontinentaleuropäischer und internationaler Rechnungslegungsvorschriften, S. 343–345.

<sup>975</sup> Vgl. IAS 40.23; vgl. Heuser/Theile/Pawelzik, IAS/IFRS Handbuch, S. 152f u. 203f; vgl. Pöller, Explizite Wahlrechte und Ermessensspielräume (faktische Wahlrechte) nach IFRS, S. 1–5.

<sup>976</sup> Vgl. IAS 40.57 e; vgl. Epstein/Mirza, Wiley-Kommentar zur internationalen Rechnungslegung nach IFRS 2006, S. 462–464.

Wert einer Immobilie nicht durch ihre Erstellungskosten, sondern durch ihr Ertragspotential bestimmt wird.

Somit stellt sich die Frage der Folgebewertung der Immobilie in den anschließenden Rechnungslegungsperioden. Hier sieht IAS 40.30 ein Wahlrecht zwischen Ansatz zum Zeitwert (Fair Value Model) oder nach dem Anschaffungskostenmodell (Cost Model) vor.<sup>977</sup> Beachtenswert ist, dass der gewählte Ansatz für alle Anlageimmobilien einheitlich anzuwenden ist.<sup>978</sup> Weiterhin ist der beizulegende Zeitwert der Objekte bei Wahl des Anschaffungskostenmodells im Anhang offen zu legen.<sup>979</sup> Aus Sicht der Rechnungslegungstransparenz sind beide Alternativen somit befriedigend. Unternehmen müssen jedoch abwägen zwischen der verhältnismäßigen Prognostizierbarkeit des Anschaffungskostenmodells und dem Potential der ergebniswirksamen Bilanzierung zum Zeitwert, weshalb derzeit die Mehrheit für das Anschaffungskostenmodell optiert.<sup>980</sup>

Ein nachträglicher Wechsel der Bilanzierungs- und Bewertungsmethoden ist nach IAS 8 nur dann möglich, wenn er zu einer sachgerechteren Darstellung der Ereignisse oder Geschäftsvorfälle im Unternehmensabschluss führt. Dies gilt als unwahrscheinlich bei einem Wechsel vom Modell des beizulegenden Zeitwerts zum Anschaffungskostenmodell, weshalb in der Praxis nur der Wechsel zur Fair Value-Bilanzierung möglich ist.<sup>981</sup>

Auch bei der Wahl des Anschaffungskostenmodells kann es zu einer Neubewertung kommen, falls unternehmensexterne oder -interne Anzeichen vorliegen, dass eine außerordentliche Wertminderung gegeben ist. In diesem Fall ist ein Impairmenttest nach IAS 36 vorzunehmen, der dem Buchwert der Immobilie den Zeitwert abzüglich der Veräußerungskosten sowie den Nutzungswert gegenüberstellt. Eine Abschreibung ist in dem Umfang vorzunehmen, in dem der Buchwert den höheren der beiden Werte übersteigt.<sup>982</sup>

Der beizulegende Zeitwert wird in IAS 40.5 definiert als der Betrag, zu dem ein Vermögenswert zwischen sachverständigen, vertragswilligen und voneinander unabhängigen Geschäftspartnern getauscht werden könnte. Die Formulierung lehnt sich prinzipiell an die etablierten transaktionsorientierten Marktwertdefinitionen an. Die definitorische Orientierung am Market Value der International Valuation Standards entspricht der vom

---

<sup>977</sup> Vgl. Pöller, Explizite Wahlrechte und Ermessensspielräume (faktische Wahlrechte) nach IFRS, S. 1.

<sup>978</sup> Vgl. Pellens/Fülbier/Gassen, Internationale Rechnungslegung, S. 309f.

<sup>979</sup> Vgl. Heuser/Theile/Pawelzik, IAS/IFRS Handbuch, S. 205.

<sup>980</sup> Vgl. Weber/Baumunk, IFRS Immobilien, S. 76.

<sup>981</sup> Vgl. IAS 40.31; vgl. Pellens/Fülbier/Gassen, Internationale Rechnungslegung, S. 309.

<sup>982</sup> Vgl. Geisen, Immobilien im Jahresabschluss - Teil 1, S. 9.

International Valuation Standards Committee an die IASB gestellten Forderung, ohne jedoch die Definition in Gänze zu übernehmen.

Trotz des fehlenden expliziten Verweises auf den Marktwert sprechen jedoch die Erläuterungen in IAS 40.36–44 für eine inhaltliche Identität der Wertkonzepte.<sup>983</sup> Dies gilt insbesondere auch für den Ausschluss ungewöhnlicher oder persönlicher Verhältnisse, wie sie sich aus besonderen Finanzierungen oder Sale-and-Leaseback-Vereinbarungen ergeben können. Weiterhin werden nach IAS 40.49 die Auswirkungen von Portfolioeffekten, Synergien sowie auf den gegenwärtigen Eigentümer bezogene Rechtsansprüche, Verpflichtungen und Steuereffekte explizit nicht berücksichtigt.<sup>984</sup>

Die in IAS 8 und IAS 40.31 verankerte Verbindlichkeit des einmal gewählten Ansatzes zum beizulegenden Zeitwert kann sich bei schwer zu bewertenden Immobilien als problematisch erweisen. Deshalb sieht IAS 40.53 eine Öffnungsklausel für solche Immobilien vor sofern:<sup>985</sup>

- vergleichbare Markttransaktionen selten sind und
- anderweitige Schätzungen für den beizulegenden Zeitwert (bspw. DCF-Bewertung) nicht verfügbar sind.

Die Behandlung der betroffenen Immobilie (z.B. Spezialimmobilie) erfolgt dann nach dem in IAS 16 festgelegten Anschaffungskostenmodell bis zum Abgang der Immobilie.<sup>986</sup> Der Restwert der Immobilie ist mit Null anzunehmen. Wurde eine Immobilie bereits zum Zeitwert bilanziert, ist sie bis zu ihrem Abgang bzw. Übergang in die Eigennutzung weiterhin so zu behandeln, auch wenn vergleichbare Markttransaktionen seltener auftreten oder Marktpreise schwerer verfügbar sind.<sup>987</sup>

Im nächsten Schritt ist die Frage zu klären, nach welchem Verfahren der beizulegende Zeitwert der nach IAS 40 bilanzierten Immobilien zu ermitteln ist. Aufgrund der inhaltlichen Identität mit dem Marktwert – respektive Verkehrswert – der deutschen Bewertungslehre können prinzipiell die in Deutschland durch die Wertermittlungsverordnung (WertV) vorgegebenen Verfahren verwendet werden. Allerdings lässt sich aus IAS 40.45

---

<sup>983</sup> Vgl. Kormaier, Eignung des Income Capitalization Model zur Fair Value-Ermittlung von Investment Properties nach IAS 40, S. 379.

<sup>984</sup> Vgl. Baumunk/Böckem/Schurbohm-Ebneth, Die Bilanzierung von Immobilien nach International Accounting Standards, S. 358f.

<sup>985</sup> Vgl. Pellens/Fülbier/Gassen, Internationale Rechnungslegung, S. 315.

<sup>986</sup> Vgl. Beck, Bilanzierung von Investment Properties nach IAS 40, S. 499.

<sup>987</sup> Vgl. Pellens/Fülbier/Gassen, Internationale Rechnungslegung, S. 315f; vgl. Heuer/Theile/Pawelzik, IAS/IFRS Handbuch, S. 206f.

eine deutliche Präferenz für eine vergleichsorientierte Bewertung ableiten (Mark to Market).<sup>988</sup>

Liegen nicht genügend aktuelle Marktdaten für diesen Ansatz vor, soll zunächst auf Immobilientransaktionen mit abweichenden Merkmalen, die durch Anpassungen kompensiert werden, sowie auf länger zurückliegende Transaktionsdaten vergleichbarer Objekte, die um den Einfluss der Änderung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen korrigiert werden, zurückgegriffen werden. Zusätzlich können diskontierte Cashflow-Prognosen, die auf einer verlässlichen Schätzung der zukünftigen Zahlungsströme basieren, zur Wertermittlung herangezogen werden (Mark to Model).<sup>989</sup>

Bei der Cashflow-Prognose bietet sich in der deutschen Bewertung das anerkannte und in der WertV festgelegte Ertragswertverfahren an. Alternativ kann jedoch auch ein klassisches Discounted-Cashflow-Verfahren angewandt werden.<sup>990</sup> Ergeben sich Bewertungsunterschiede zwischen dem Vergleichs- und Ertragswert, ist das Unternehmen verpflichtet, deren Ursachen zu untersuchen und auf Grundlage der Analyse den verlässlichsten Wert innerhalb einer Bandbreite sachgerechter Schätzungen des beizulegenden Zeitwerts zu bestimmen.<sup>991</sup>

Die vergleichsorientierte Auslegung des beizulegenden Zeitwerts entspricht der angelsächsischen Präferenz für den direkten Marktvergleich. Notwendige Voraussetzung stellen aktive, transparente Immobilienmärkte dar. Deutsche Immobiliengesellschaften stehen vor der Problematik, dass die lokalen Immobilienmärkte nicht die Informationstransparenz angloamerikanischer Märkte aufweisen. Der dominante Bewertungsansatz für Anlageimmobilien ist die Ertragsorientierung. Das Anknüpfen an die Ertragskraft bei der Wertermittlung entspricht dem Investitionsgedanken bei Anlageimmobilien. Nichtsdestotrotz stellt auch dieser Ansatz einen indirekten Vergleich anhand von Ertrag und geforderter Rendite dar.<sup>992</sup>

Hier stellt sich die Frage, was als aktiver Grundstücksmarkt im Sinne von IAS 40.45 aufzufassen ist. Mangels einer direkten Konkretisierung kann nur auf die Definitionskriterien

---

<sup>988</sup> Vgl. Heuser/Theile/Pawelzik, IAS/IFRS Handbuch, S. 205f.

<sup>989</sup> Vgl. Coenenberg, Jahresabschluss und Jahresabschlussanalyse, S. 163.

<sup>990</sup> Vgl. Baumunk/Böckem/Schurbohm-Ebneth, Die Bilanzierung von Immobilien nach International Accounting Standards, S. 360.

<sup>991</sup> Vgl. IAS 40.47.

<sup>992</sup> Vgl. Kormaier, Eignung des Income Capitalization Model zur Fair Value-Ermittlung von Investment Properties nach IAS 40, S. 380.

von IAS 36.6 zurückgegriffen werden. Hiernach muss ein aktiver Markt folgende Bedingungen erfüllen:<sup>993</sup>

- (a) die auf dem Markt gehandelten Produkte sind homogen;
- (b) vertragswillige Käufer und Verkäufer können in der Regel jederzeit gefunden werden;
- (c) Preise stehen der Öffentlichkeit zur Verfügung.

Die Kriterien bedürfen einer Übertragung auf Immobilien, wie schon aus Punkt (a) ersichtlich wird, da Immobilien in der Regel heterogen ausfallen. Die Forderung nach Homogenität kann als Vergleichbarkeit der herangezogenen Objekte hinsichtlich ihrer wesentlichen Merkmale (Lage, Größe, Zustand, Ausstattung usw.) interpretiert werden. Das Erfordernis, jederzeit einen Transaktionspartner zu finden, muss auf die typischen Transaktions- und Entscheidungszeiträume von Immobilien bezogen werden, welche die Dauer von einem Jahr oft überschreiten. Die Preise müssen für den Zweck der Wertfindung nicht notwendigerweise der allgemeinen, jedoch der interessierten Öffentlichkeit – dem mit der Bewertung betrauten Sachverständigen – zur Verfügung stehen.<sup>994</sup>

In Deutschland kommt den Gutachterausschüssen eine wesentliche Rolle bei der Auswertung und Bereitstellung von Transaktionsdaten zu. Der in (c) geforderte öffentliche Zugang ist in uneingeschränktem Umfang nur für Sachverständige der Gutachterausschüsse möglich.<sup>995</sup> Für andere Sachverständige, die ein berechtigtes Interesse vorweisen können, werden die Daten in anonymisierter Weise vorgehalten, die keinen Rückschluss auf bestimmte Personen oder Grundstücke zulassen.

Es bleibt zu klären, inwiefern die anonymisierte Einsichtnahme den Kriterien von IAS 36.6 gerecht wird, da hiervon auch abhängt, welche Gutachter im Rahmen der Zeitwertermittlung tätig werden können. Allerdings ist es offensichtlich, dass nur ein geringer Teil der in Frage kommenden Sachverständigen gleichzeitig Mitglied in einem Gutachterausschuss ist. Hieraus folgt, dass unter den gegebenen Umständen die Anforderungen von IAS 36.6 an die Ermittlung von Vergleichspreisen in Deutschland nicht gänzlich erfüllt werden. In der Praxis muss sich zeigen, inwieweit die Kriterien des IAS 36.6 den deutschen Gegebenheiten entsprechend ausgelegt werden können.<sup>996</sup>

<sup>993</sup> Vgl. Wagenhofer, Internationale Rechnungslegungsstandards, S. 367f.; vgl. Weber/Baumunk, IFRS Immobilien, S. 81f.

<sup>994</sup> Vgl. Baumunk/Böckem/Schurbohm-Ebneth, Die Bilanzierung von Immobilien nach International Accounting Standards, S. 359f.

<sup>995</sup> Vgl. Kleiber/Simon/Weyers, Verkehrswertermittlung von Grundstücken, S. 461.

<sup>996</sup> Vgl. Simon, Interview.

Die scharfen Kriterien der Bilanzierung zu Zeitwerten stellen eine Herausforderung für Unternehmen mit umfangreichem Immobilienbesitz dar. Die mit diesem Ansatz verbundenen Probleme wurden auch bei der Standarderstellung erkannt, weshalb der Zeitwert-Ansatz nicht vorgeschrieben, sondern als Wahlrecht umgesetzt wurde.<sup>997</sup> Unternehmen können somit Immobilien weiterhin zu fortgeschriebenen Anschaffungs- oder Herstellungskosten bilanzieren und dem Informationsbedürfnis der Rechnungslegungsadressaten mit der Offenlegung der Zeitwerte im Anhang gerecht werden. Die Umstellung auf Zeitwerte kann dann erfolgen, wenn das Unternehmen ausreichend Erfahrung in der Ermittlung und Dokumentation von Zeitwerten gesammelt hat.<sup>998</sup>

Als Ausweichmöglichkeit bei Mangel an aktuellen Vergleichspreisen, die hinsichtlich Lage, Ausstattung und/oder Zustand mit dem Bewertungsobjekt übereinstimmen, bestehen nach IAS 40.46 zwei Möglichkeiten, über die Anpassung nicht übereinstimmender Vergleichstransaktionen Vergleichspreise zu bestimmen, die inhaltlich § 14 WertV entsprechen.<sup>999</sup>

- (a) Es können aktuelle Vergleichspreise von Immobilien herangezogen werden, die sich in Art, Zustand oder Lage vom Bewertungsobjekt unterscheiden, allerdings mit Hilfe von Korrekturen auf das zu bewertende Grundstück angepasst werden.
- (b) Kaufpreise zurückliegender Perioden können durch indexbasierte Korrekturen, welche die abweichenden wirtschaftlichen Rahmenbedingungen ausgleichen, auf den Bewertungstichtag angepasst werden.

Auch hier spielen die Gutachterausschüsse, die nach § 9 WertV Indexreihen und Umrechnungskoeffizienten bereithalten, eine entscheidende Rolle als Informationsquelle, woraus sich die im Rahmen von IAS 40.45 angesprochenen Fragen bezüglich hinreichender Transparenz ergeben.<sup>1000</sup>

Bei den beiden vergleichsorientierten – auf Anpassungen basierten – Varianten bietet sich nach IAS 40.46 (c) die Möglichkeit, zusätzlich auf diskontierte Cashflow-Prognosen zurückzugreifen. Die prognostizierten Zahlungsströme können im folgenden Schritt mit einem risikoadäquaten und vom Markt abgeleiteten Zinssatz diskontiert werden. Die

---

<sup>997</sup> Vgl. Beck, Bilanzierung von Investment Properties nach IAS 40, S. 498–500.

<sup>998</sup> Vgl. Eccles/Holt, International Accounting Standards: A paradigm shift for corporate real estate?, S. 76.

<sup>999</sup> Vgl. Kormaier, Eignung des Income Capitalization Model zur Fair Value-Ermittlung von Investment Properties nach IAS 40, S. 379f.

<sup>1000</sup> Vgl. Baumunk/Böckem/Schurbohm-Ebneth, Die Bilanzierung von Immobilien nach International Accounting Standards, S. 360.

genaue Vorgehensweise wurde vom IASB nicht definiert, weshalb die Wahl des Verfahrens und die Ableitung der Diskontierungszinssätze frei erfolgen können. Es kommen somit sowohl Discounted Cashflow-Verfahren als auch das Ertragswertverfahren nach §§ 15–20 WertV in Frage.<sup>1001</sup>

Insbesondere bei Verwendung eines DCF-Ansatzes ist sicherzustellen, dass es sich um eine Wertermittlung handelt, die einen objektivierten Wert der Immobilie bestimmen, aber keine Investitionsrechnung darstellen soll.<sup>1002</sup> Hieraus folgt, dass im Rahmen der Bewertung lediglich Zahlungsströme berücksichtigt werden, die aus Marktsicht wertrelevant sind. Hierzu zählen vornehmlich Miet- und Pachteinnahmen auf der Einnahmenseite und die laufenden Bewirtschaftungs- und Unterhaltskosten auf der Ausgabenseite. Eine Verneinung des Investitionscharakters ergibt sich auch aus IAS 40.51, der die Berücksichtigung von Investitionen, die zu nachhaltig höheren Erträgen führen, nicht zulässt.<sup>1003</sup> Zukünftige anfallende Transaktionskosten bei der späteren Veräußerung von Immobilien dürfen gemäß IAS 40.37 nicht abgezogen werden.<sup>1004</sup> Durch international unterschiedliche Transaktionskostensätze und eine eventuelle implizite Berücksichtigung der Transaktionskostensätze kann es zu einer eingeschränkten Vergleichbarkeit der Immobilienzeitwerte verschiedener nach IFRS bilanzierender Unternehmen kommen.<sup>1005</sup>

Im Rahmen der DCF-Bewertung stellt sich die Frage nach dem in IAS 40.46 (c) geforderten risikoadäquaten Zinssatz, der von der Renditeforderung der Aktionäre zu trennen ist. Eine Ableitung vom Kapitalmarkt wird dem immobilienspezifischen Risiko nur bedingt gerecht oder führt sogar zu falschen Ergebnissen, da sich Kapitalmarkt- und Immobilienrenditen oft gegenläufig entwickeln.<sup>1006</sup> Alternativ ist eine Orientierung an Nettoanfangsrenditen oder Liegenschaftszinssätzen möglich. Bei der Verwendung von Nettoanfangsrenditen muss deren Ableitung dokumentiert sein, um gewährleisten zu können, dass identische Cashflow-Definitionen unterlegt werden. Die Verwendung von Liegenschaftszinssätzen wirft verfahrenstechnische Fragen auf, da sie durch eine Umkehrung des Ertragswertverfahrens unter Einbeziehung der Restnutzungsdauer und des Mietausfallwagnisses ermittelt werden. Da nach einer Umfrage 70 % der Gutachterausschüsse auf Literaturwerte zurückgreifen, sollten außerdem der Marktbezug und die Ableitung

<sup>1001</sup> Vgl. Kormaier, Eignung des Income Capitalization Model zur Fair Value-Ermittlung von Investment Properties nach IAS 40, S. 379f.

<sup>1002</sup> Vgl. Heuser/Theile/Pawelzik, IAS/IFRS Handbuch, S. 206.

<sup>1003</sup> Vgl. Beck, Bilanzierung von Investment Properties nach IAS 40, S. 503.

<sup>1004</sup> Vgl. Beck, Bilanzierung von Investment Properties nach IAS 40, S. 500

<sup>1005</sup> Vgl. Zaugg/Krämer, IFRS-Jahresabschlüsse von Immobiliengesellschaften, S. 72–75.

<sup>1006</sup> Vgl. Punkt 5.1.4; vgl. Beck, Bilanzierung von Investment Properties nach IAS 40, S. 501; vgl. Kleiber/Simon/Weyers, Verkehrswertermittlung von Grundstücken, S. 1370f.; vgl. Behrendt/Baumunk, Discounted-Cash-Flow-Verfahren, S. 11.

der Liegenschaftszinssätze geprüft werden.<sup>1007</sup> In einem Gutachten zur Bilanzierung von Anlageimmobilien nach IAS 40 kommt SCHULTE zu dem Ergebnis, dass unter Berücksichtigung des aktuellen Informationsangebots auf den Immobilienmärkten die Adaption von Liegenschaftszinssätzen, welche um die in den Zahlungsströmen erfassten Erwartungen bereinigt wurden, die verlässlichste Grundlage für Diskontierungszinssätze bei der Anwendung des DCF-Verfahrens sind.<sup>1008</sup>

Ein entscheidender Faktor bei der Wertermittlung mittels DCF-Analyse stellt die Bestimmung des Restwerts der Immobilie nach Ablauf des Prognosezeitraums dar. Bei der Bestimmung des Restwerts sollen Alter und Zustand der Immobilie gewürdigt werden. Dies erfolgt üblicherweise mit Hilfe des Ertragswertverfahrens.<sup>1009</sup> Allerdings stellt sich hier schnell die Frage der Berechtigung des DCF-Verfahrens<sup>1010</sup>, wenn für den Restwert, der je nach Zahlungsstromentwicklung und Prognosezeitraum mehr als die Hälfte des Barwerts ausmachen kann, auf ein alternatives Verfahren zurückgegriffen werden muss.<sup>1011</sup> In der Konsequenz könnte ein durchgehender Einsatz des Ertragswertverfahrens erwogen werden.<sup>1012</sup>

### 6.2.2 Interne vs. externe Bewertung

In IAS 40.32 wird grundsätzlich empfohlen, bei der Ermittlung von Zeitwerten unabhängige Gutachter einzusetzen, die eine entsprechende „berufliche Qualifikation und aktuelle Erfahrungen mit der Lage und der Art der zu bewertenden Immobilien“ haben. Dem Professionalitäts- und Plausibilitätsgewinn durch externe Gutachter stehen jedoch zusätzliche Kosten für die bilanzierende Gesellschaft entgegen. Ein Kompromiss könnte im Einsatz externer Sachverständiger bei der Erstbilanzierung nach IFRS und internen Folgebewertungen bestehen, die periodisch extern überprüft werden.<sup>1013</sup> Eine weitere Erleichterung bietet die Möglichkeit der Gruppenbewertung, sofern Cluster mit homogenen wertbeeinflussenden Parametern gebildet werden können.<sup>1014</sup>

---

<sup>1007</sup> Vgl. Walter, Der Liegenschaftszins - wird er überhaupt ermittelt?, S. 6f.

<sup>1008</sup> Vgl. Schulte, Stellungnahme zum Diskontierungszinssatz bei der DCF Bewertung des Immobilienbestandes der Deutsche Wohnen AG nach IAS 40, S. 25.

<sup>1009</sup> Vgl. Baumunk/Böckem/Schurbohm-Ebneth, Die Bilanzierung von Immobilien nach International Accounting Standards, S. 361.

<sup>1010</sup> Vgl. Kleiber/Simon/Schröter, Verkehrswertermittlung von Grundstücken, S. 1500–1504.

<sup>1011</sup> Vgl. Brand, Verfahrenskritik zum Discounted-Cash-Flow-Verfahren in der Grundstücksbewertung, S. 213.

<sup>1012</sup> Für eine ausführliche Kritik des DCF-Ansatzes vgl. Punkt 5.1.4.

<sup>1013</sup> Vgl. Hinrichs, Abschied vom deutschen Handelsrecht, S. 43.

<sup>1014</sup> Vgl. Geisen, Immobilien im Jahresabschluss - Teil 2, S. 5.

In der Rechnungslegungsliteratur wird ohne genauere Angaben – sofern IAS 40.32 überhaupt erwähnt wird – darauf verwiesen, dass in der Praxis der Zeitwert häufig durch Gutachter ermittelt wird.<sup>1015</sup> Die geringe Relevanz dieses Themas kann eventuell auch auf die Tatsache zurückgeführt werden, dass die große Mehrheit der nach IFRS bilanzierenden Unternehmen als Finanzinvestition gehaltene Immobilien nach dem Anschaffungskostenmodell führen. Eine Analyse von 100 Geschäftsberichten deutscher börsennotierter IFRS-Konzernunternehmen des Jahres 2001 ergab, dass sämtliche Unternehmen das Anschaffungskostenmodell zur Folgebewertung ihrer Anlageimmobilien wählten.<sup>1016</sup> Für die Angabe der Zeitwerte im Anhang hat die Verwendung externer Gutachter eine nachrangige Bedeutung, da die Werte nicht ergebniswirksam sind.<sup>1017</sup>

Es bleibt zu klären, in welchem Maß unternehmensinterne Bewertungen eine Kostensparnis bieten, da auch hier Personal gebunden wird und die Leistung am Markt ohne besonderen Aufwand eingeholt werden kann. Überdies stellt sich insbesondere für Immobilien-AGs und REITs im Wettbewerb mit offenen Immobilienfonds die berechtigte Frage, inwieweit die Marktakzeptanz durch eine durchgehende Verwendung externer Sachverständiger gesteigert werden kann.<sup>1018</sup> Auch externe Gutachter verfügen bei der Bewertung nach IAS 40 über Ermessensspielräume, die sich der Kontrolle der Abschlussprüfer entziehen.<sup>1019</sup> In diesem Sinn muss die Unabhängigkeit und Sachkenntnis der Gutachter gewährleistet werden.<sup>1020</sup>

Diese Erkenntnis wurde auch von BAUMUNK bestätigt.<sup>1021</sup> Jedoch lässt sich nach seiner Aussage seit 2005 ein zunehmender Trend zur Fair Value-Bilanzierung feststellen. Bei der Wahl des Zeitwertmodells sind die Ansprüche an die Wertermittlung – insbesondere aufgrund der Bilanzwirksamkeit – deutlich höher. Die vermehrte Anwendung des Zeit-

---

<sup>1015</sup> Vgl. Heuser/Theile/Pawelzik, IAS/IFRS Handbuch, S. 206; vgl. Wagenhofer, Internationale Rechnungslegungsstandards, S. 200.; vgl. Epstein/Mirza, Wiley-Kommentar zur internationalen Rechnungslegung nach IFRS 2006, S. 465.; bzw. vgl. Müller, International Financial Reporting Standards, S. 142; vgl. Kirsch, Einführung in die internationale Rechnungslegung nach IAS/IFRS, S. 78–80; vgl. Coenenberg, Jahresabschluss und Jahresabschlussanalyse, S. 163.

<sup>1016</sup> Vgl. Pellens/Fülbier/Gassen, Internationale Rechnungslegung, S. 318; zu einem ähnlichem Ergebnis kommen auch WEBER und BAUMUNK vgl. Weber/Baumunk, IFRS Immobilien, S. 76.

<sup>1017</sup> Vgl. Schierenbeck, Bilanzierung von Immobilien im Spannungsfeld kontinentaleuropäischer und internationaler Rechnungslegungsvorschriften, S. 346; vgl. Kirsch, Einführung in die internationale Rechnungslegung nach IAS/IFRS, S. 79.

<sup>1018</sup> Vgl. Hinrichs/Schultz, Das Discounted Cash-Flow-Verfahren in der Praxis, S. 266.

<sup>1019</sup> Vgl. Kirchner, Probleme von Ermessensspielräumen in der fair value-Bewertung nach Internationalen Rechnungslegungsstandards, S. 72 u. 75f.

<sup>1020</sup> Vgl. Paul, Quality Control, S. 22.

<sup>1021</sup> Vgl. Baumunk, Interview 2.

wertmodells hat deshalb zu einer erhöhten Nachfrage nach externem Sachverständigen geführt.<sup>1022</sup>

Es kann demnach angenommen werden, dass Zeitwertbilanzierungen in absehbarer Zukunft ausschließlich auf externem Sachverständigen basiert sein werden. Die Wirtschaftsprüfer werden sich hierfür auch zukünftig stark auf die Wertermittlungskompetenz der Immobiliendienstleister und Sachverständigen stützen, da sie in diesem Bereich keine eigenen Kapazitäten vorhalten und hierfür auch kein Bedarf besteht. Die IFRS werden nicht zu neuen Anforderungen an Wertgutachten führen, jedoch werden sich die Qualitätsanforderungen erhöhen. Mit Hinsicht auf die steigende Relevanz von Wertgutachten und die erhöhten Qualitätsansprüche lässt sich eher konstatieren, dass die Anforderungen an die Wirtschaftsprüfer – nicht die Sachverständigen – gestiegen sind.<sup>1023</sup>

Diese Einschätzung wird von Antworten auf die „Invitation to Comment – Valuation Guidance for Financial Reporting“ des FASB gestützt. Die Stellungnahme des National Council of Real Estate Investment Fiduciaries (NCREIF), dessen Standpunkt als neutral angesehen werden kann, unterstreicht, dass die Sachverständigen und ihre Verbände die entscheidende Kompetenz für die Bilanzwertermittlung von Immobilien besitzen. Weiterhin hält der NCREIF die bestehenden Standards für diese Zwecke für ausreichend.<sup>1024</sup> In der Mehrzahl der Antworten auf die „Invitation to Comment“ spiegelt sich die Einigkeit, dass dem Wunsch nach detaillierter „Valuation Guidance“ die eingeschränkte Praktikabilität in der Anwendung bei der Wertermittlung und Rechnungslegung gegenübersteht. Somit verbleibt unausweichlich ein Ermessensspielraum bei den Sachverständigen, was die Realität in der Immobilienwertermittlung auch reflektiert.

Die Stellungnahme des IVSC zeigt die Ernsthaftigkeit, mit der diese Thematik wahrgenommen wird. Die anstehende Restrukturierung der Organisation (vgl. 3.4.2.3) wurde u.a. mit Blick auf diesen Themenkreis angestoßen.<sup>1025</sup> Neben eindeutig formulierten Wertermittlungsstandards sieht das IVSC einen Lösungsansatz in der hochwertigen Ausbildung und Qualifizierung der Sachverständigen, die sicherstellen sollen, dass Ermessensspielräume fundiert und verantwortlich behandelt werden.<sup>1026</sup>

---

<sup>1022</sup> Vgl. Baumunk, Interview 2. Ein weiterer Faktor für den Rückgriff auf externe Sachverständige liegt im Druck von Fremdkapitalgebern, die externe Wertgutachten von großen, etablierten Immobiliendienstleistern verlangen.

<sup>1023</sup> Vgl. Baumunk, Interview 2.

<sup>1024</sup> Vgl. Poutasse, Valuation Guidance for Financial Reporting, S. 1–3.

<sup>1025</sup> Vgl. Vella, Valuation Guidance for Financial Reporting, S. 1–3.

<sup>1026</sup> Vgl. IVSC, Proposal for the Restructuring of the IVSC, S. 8–10.

### 6.2.3 Dokumentation

Die Beschränkung auf eine Angabe der Zeitwerte der unter IAS 40 bilanzierten Immobilien würde – anders als bei klassischen Industriekonzernen – dem Informationsbedürfnis der Rechnungslegungsadressaten sicher nicht gerecht werden. Die Immobilien stellen das zentrale Handlungsfeld und den Werttreiber der Gesellschaft dar. Das Minimum an Informationen sollte somit über den beigelegten Zeitwert hinaus folgende Punkte umfassen:<sup>1027</sup>

- allgemeine Daten zum Objekt (Lage, Anschrift, Baujahr etc.)
- aktuelle Grundbuchdaten
- Informationen zu Altlasten (Gutachten usw.)
- Auflistung der baulichen Anlagen und Ausstattungsbeschreibung
- Aufstellung des umbauten Raums, der Wohn- und Nutzflächen nach DIN 277 sowie der Stellplätze
- Auflistung wesentlicher Instandhaltungen/-setzungen (Jahr und Kosten)
- aktuelle Objektansichten
- Aufstellung der gegenwärtigen Mietverhältnisse
- detaillierte Übersicht über die Bewirtschaftungskosten
- bestehende Erbbaurechtsverträge und sonstige Nutzungsverträge (Werbeflächen, Mobilfunkantennen etc.)
- vorherige Bewertungsgutachten.

### 6.3 Informationsrolle des Anhangs

Der Anhang bietet die Möglichkeit, die Zusammensetzung von und Gründe für wesentliche Veränderungen einzelner Positionen der Bilanz-, Gewinn- und Verlustrechnung und Kapitalflussrechnung zu erläutern. Von besonderer Relevanz sind hier die Veränderungsnachweise beim Anlagevermögen, die das Verständnis des Konzernabschlusses erleichtern und erweiterten Aufschluss über die reinen Wertangaben bieten können. Ähnliches gilt für die Finanzverbindlichkeiten der Gesellschaft. Die Offenlegung der Konditionen (Zinssätze, Kreditbedingungen) und Fälligkeiten bietet einen Einblick in die künftig zu erwartenden Geldabflüsse sowie den verbleibenden Finanzierungsspielraum des Unter-

---

<sup>1027</sup> Vgl. Wagenhofer, Internationale Rechnungslegungsstandards, S. 325f.; vgl. Weber/Baumunk, IFRS Immobilien, S. 92f.

nehmens. Die Aufgabe des Anhangs besteht somit darin, aus den Bilanzdaten aussagekräftige Informationen für den Rechnungslegungsadressaten werden zu lassen.

Nach IAS 40.75 sind folgende Angaben im Anhang zwingend:

- (c) Angabe, ob das Modell des beizulegenden Zeitwerts oder das Anschaffungskostenmodell gewählt wurde,
- (d) bei Anwendung des Modells des beizulegenden Zeitwerts, ob und unter welchen Umständen die im Rahmen von Operating-Leasing-Verhältnissen gehaltenen Immobilien als Finanzinvestition klassifiziert und bilanziert werden,
- (e) bei Zuordnungsproblemen die Kriterien der Trennung zwischen als Finanzinvestition gehaltenen, selbst genutzten und Vorratsimmobilien,
- (f) die Methoden und wesentlichen Annahmen der Bestimmung des beizulegenden Zeitwerts, inklusive einer Angabe, inwiefern die Ermittlung auf Marktdaten oder auf anderen vom Unternehmen darzulegenden Faktoren beruht,
- (g) das Ausmaß, in dem beizulegende Zeitwerte durch unabhängige Sachverständige ermittelt wurden bzw. ob dies nicht der Fall war,
- (h) die im Ergebnis erfassten Beträge für:
  - (i) Miet- und Pachterträge aus Anlageimmobilien,
  - (ii) direkte betriebliche Aufwendungen (einschließlich Reparaturen und Instandhaltung) für Anlageimmobilien, die während des Geschäftsjahrs Miet- und Pachterträge erwirtschaftet wurden.
  - (iii) direkte betriebliche Aufwendungen (einschließlich Reparaturen und Instandhaltung) für Anlageimmobilien, die während des Geschäftsjahrs keine Miet- und Pachterträge erwirtschafteten
- (i) eventuell bestehende Beschränkungen hinsichtlich der Veräußerbarkeit von Anlageimmobilien oder der Überweisung von Erträgen und Veräußerungserlösen in ihrer betragsmäßigen Auswirkung,
- (j) wesentliche vertragliche Verpflichtungen bezüglich des Erwerbs, der Herstellung oder der Entwicklung von Anlageimmobilien sowie Reparaturen, Instandhaltungen oder Verbesserungen.

Für Unternehmen, die das Modell des beizulegenden Zeitwerts gewählt haben, ergibt sich aus IAS 40.76 zusätzlich die Pflicht, eine Überleitungsrechnung zu erstellen, welche die Entwicklung des Buchwerts der Anlageimmobilien zu Beginn und zum Ende der Berichtsperiode zeigt. Bei einer erheblichen Anpassung einer Bewertung von Anlageimmobilien ist nach IAS 40.77 eine Überleitungsrechnung zwischen der ursprünglichen und der in den Abschlüssen enthaltenen angepassten Bewertung zu erstellen.<sup>1028</sup>

Unternehmen, die das Anschaffungskostenmodell einsetzen, sind nach IAS 40.79 verpflichtet, detaillierte Angaben bezüglich Abschreibungsmethoden, zugrunde gelegten Nutzungsdauern, Bruttowert und kumulierten Abschreibungen zu machen. Zudem ist eine Überleitungsrechnung aufzustellen, die Aufschluss über die Entwicklung des Buchwerts der Anlageimmobilien in der Berichtsperiode gibt.<sup>1029</sup>

## 6.4 Zusammenfassung

Die Harmonisierung der Immobilienbewertung stellt ein natürliches Pendant zur harmonisierten Rechnungslegung dar. Beide Harmonisierungsbestrebungen werden von vergleichbaren Motiven getrieben. Das IASB hat es in seinen Standards vermieden, detaillierte Bewertungsvorgaben zu machen. Hierin liegt eine Gemeinsamkeit mit den durch das IVSC veröffentlichten Standards und Guidance Notes. Aufgrund der ernormen Anwendungsbreite der IFRS wäre eine Standardisierung gegenwärtig kaum umsetzbar. Mit der Priorisierung des Vergleichswertansatzes kann das IASB der angloamerikanischen Bewertungsphilosophie zugeordnet werden. Die direkte Ableitung der Werte aus dem Markt bietet nicht nur eine methodologisch korrekte Wertbasis, sondern bietet auch Schutz vor Bewertungsfehlern und Manipulationen. Hierzu trägt auch die methodische Simplizität des Verfahrens positiv bei.

Aufgrund der großen Ähnlichkeit der Aufgaben einer Harmonisierung von Rechnungslegung und Wertermittlung können die im Rahmen der Untersuchung möglichen Harmonisierungsansätze in der Immobilienbewertung auf die Rechnungslegung übertragen werden. Die Vorteile einer Standardisierung der Bewertungsparameter gelten in demselben Maß für die bewertungsbasierte Bilanzierung von Immobilien. Aus Sicht der Sachverständigen ist es erstrebenswert, durch aktive Vorstöße die Initiative in der Kompetenzfrage für die bilanzielle Immobilienbewertung zu wahren. Die internationale

<sup>1028</sup> Vgl. Wagenhofer, Internationale Rechnungslegungsstandards, S. 326.

<sup>1029</sup> Vgl. Weber/Baumunk, IFRS Immobilien, S. 97.

Rechnungslegung stellt gleichzeitig größte Herausforderung und Chance für eine harmonisierte Immobilienbewertung dar.<sup>1030</sup>

---

<sup>1030</sup> Vgl. Dorchester, Interview.

## 7 Zusammenfassung und Ausblick

Der Prozess der Harmonisierung der Immobilienbewertung hat bereits – wenn auch zunächst unbemerkt – bereits vor geraumer Zeit begonnen. Mit den stetig zunehmenden internationalen Immobilientransaktionen im Rahmen der allgemeinen wirtschaftlichen Globalisierung geht zwangsläufig ein Austausch zwischen den Wertermittlungsphilosophien einher, der zunächst aus einer Konfrontation mit anderen Ansätzen und im Anschluss zu einer unkoordinierten gegenseitigen Beeinflussung führt. Die Aufgabe besteht somit nicht in der Initiierung, sondern der Koordinierung und Optimierung der Harmonisierung.

Eine multilaterale Annäherung in der Wertermittlung darf nicht in eine Reduzierung auf den „kleinsten Nenner“ und minimale Standards münden, da sonst die in Abschnitt 3.2 begründeten Ansprüche an eine harmonisierte Immobilienbewertung unterlaufen würden und die makroökonomischen Vorteile einer Harmonisierung (Abschnitt 3.1) größtenteils entfielen. Hierbei würde es sich zudem nicht um Standards im engen Sinne handeln, da sie nicht auf Best Practice basierten. Solche „schwachen“ Standards würden zudem Gefahr laufen, nicht durch nationale Standardorgane anerkannt oder durch lokale Ergänzungen bzw. Verschärfungen ad absurdum geführt zu werden.

Die Aufgabe der zentralen Koordinierung der Harmonisierung sowie der Gewährleistung hochwertiger Standards kann zu diesem Zeitpunkt effektiv nur von dem International Valuation Standards Committee übernommen werden. Hierfür spricht neben der erfolgreichen internationalen Etablierung die Kooperation mit dem International Accounting Standards Board, die über die Rechnungslegung den notwendigen effektiven Verbreitungskanal für internationale Wertermittlungsstandards bietet.<sup>1031</sup> Institutionelle Hemmnisse werden durch breite internationale Partizipation in den Gremien des IVSC vermieden. Jedoch besteht die Gefahr, dass einzelne Parteien größeren Einfluss nehmen wollen, um ihre Bewertungsstandards prominenter zu positionieren. Unter diesem Aspekt ist das im Februar 2006 geschlossene „Madison Agreement“ zwischen dem IVSC und der Appraisal Foundation, das eine bilaterale Annäherung der IVS und der USPAP vereinbart, kritisch zu werten.<sup>1032</sup>

Die vergleichende Betrachtung der Immobilienbewertungsphilosophien hat gezeigt, dass es bereits substantielle Übereinstimmungen gibt. Ein Teil der Kongruenzen lässt sich auf überwiegend zufällig entstandene Konventionen zurückführen, die sich international in

<sup>1031</sup> Vgl. Baumunk, Interview, vgl. Edge, Interview.

<sup>1032</sup> Vgl. Vella/Hackett, The Madison Agreement, S. 1f. Die institutionellen Probleme der internationalen Harmonisierung zeigen sich auch daran, dass der Abschluss der Vereinbarung in eine amerikanische Präsidentschaft des IVSC fällt.

der Bewertungspraxis bewährt haben. Gleichzeitig lässt sich zeigen, dass erst das Engagement des IVSC zu eindeutigen und in der Praxis belastbaren Standards geführt hat. Der iterative Prozess der Harmonisierung, den das IVSC verfolgt, birgt jedoch die Gefahr die langfristigen Harmonisierungsziele aus den Augen zu verlieren. Die Vorgehensweise des IVSC zeugt in dieser Hinsicht jedoch nicht von Nachlässigkeit, vielmehr spiegelt sie die Realität, dass die langfristigen Ziele – auch aufgrund konfligierender Interessen – bisher noch nicht hinreichend konkretisiert wurden.

Ein Harmonisierungsentwurf, der sich im Raum jenseits der Ziele des IVSC bewegt, wird mit fehlender institutioneller Unterstützung konfrontiert. Ein evolutorischer Ansatz, der an bestehende Strukturen anknüpft, bietet höheres Umsetzungspotential als eine Top-Down-Strategie, die die Etablierung eines „revolutionären“ Ansatzes verfolgt. Hierfür sprechen sowohl die bessere Akzeptanz bei betroffenen Gruppen als auch die leichtere Eingliederung in die bestehende Praxis. Trotzdem dürfen die Kernziele bei einer Harmonisierung „von unten“ nicht aus dem Fokus geraten. Die Harmonisierung mittels standardisierter Bewertungsparameter soll beide Aspekte verbinden. Sie stellt aufgrund der essentiellen Bedeutung der Parameter für Inhalt und Aussagekraft der Immobilienbewertung einen entscheidenden Schritt zu einer international harmonisierten Immobilienbewertung dar. Durch das Anknüpfen an den Parametern bleibt der Bezug zur etablierten Immobilienbewertung gewahrt. Gleichzeitig wird die angelsächsische Ablehnung normierter Methoden im Zuge standardisierter Parameter implizit konterkariert, ohne einen direkten Konflikt zu initiieren.

Der Standardisierung der Parameter werden jedoch Grenzen durch landesspezifische Bewertungsparameter gesetzt, wie sich am exponierten Beispiel des Bodenwerts und der Restnutzungsdauer in der deutschen Wertermittlung zeigt. In diesen Fällen bedarf es der Abwägung zwischen nationalen Partikularismen und dem Gewinn durch international einheitliche Standards. In diesem Kontext bietet sich eine Überprüfung des Informationsvorteils und des Beitrags zur Bewertungsgenauigkeit an, die sich aus der Berücksichtigung des Parameters ergeben. Im Fall der Bodenwertberücksichtigung konnte die bewertungstechnische Vernachlässigung sowohl theoretisch als auch empirisch nachgewiesen werden. In einem zweiten Harmonisierungsschritt sollten auch die international verbreiteten Parameter nach ihrer Standardisierung dieser Überprüfung unterzogen werden, mit dem Ziel, eine möglichst kompakte und transparente Wertermittlung zu gewährleisten.

Im Rahmen der Analyse der Bewertungsparameter wurde die in den Experteninterviews wiederholt betonte terminologische Komponente der Harmonisierung offenkundig. Die Standardisierung der Parameter bedingt eine damit einhergehende Harmonisierung der Terminologien, was den Anstoß zu einem Dualen Konzept der Standardisierung gibt.

Hierbei müssen übereinstimmende Landessprachen der zu harmonisierenden Terminologien nicht förderlich sein, sondern können im Gegenteil eigenständige Hindernisse bereithalten.<sup>1033</sup> Hierbei zeigt sich auch die eminente Wichtigkeit der Erstellung von Fachwörterbüchern, wie es mit dem Wörterbuch Immobilienwirtschaft bereits geschehen ist. Weitere Schritte auf dem Weg zu einheitlichen Terminologien werden folgen. Hierfür bedarf es einer systematischen Zuordnung aller relevanten Begriffe, die über die Übersetzung der Benennungen hinausgeht. In der Praxis kann dies durch ein mehrsprachiges fachspezifisches Glossar gewährleistet werden. Eine breite internationale Partizipation bei der Erstellung unter dem Dach des IVSC kann die multilaterale Akzeptanz gewährleisten und dem Glossar den Status eines Standards verleihen.

Mit der Verknüpfung von Rechnungslegung und Immobilienbewertung im Rahmen der fortschreitenden Verbreitung der IFRS, die auch dem Interesse der Rechnungslegungsadressaten nach einer marktnahen Abbildung der Immobilienwerte gerecht werden will, wurden die Anforderungen an eine harmonisierte Immobilienbewertung neu geprägt. Die große Bedeutung dieser Beziehung wird an der intensiven Kooperation des IVSC und des IASB deutlich. Es ist aus immobilienwirtschaftlicher Perspektive wünschenswert, dass die Kompetenz in Wertermittlungsfragen nicht an Rechnungslegungsorgane abgetreten wird. Das kann jedoch nur gewährleistet werden, wenn die im IVSC vertretenen Organisationen ein schlüssiges und international einheitliches Wertermittlungskonzept bieten können. Hierin sollte bereits genügend institutioneller Anreiz zu einer intensiven Weiterentwicklung der internationalen Harmonisierung in der Immobilienbewertung liegen, der die institutionellen Hemmnisse überwiegt. Mit dem in dieser Arbeit entwickelten Standardisierungsansatz für Bewertungsparameter bietet sich ein praxisorientiertes und rechnungslegungsaffines Konzept an.

---

<sup>1033</sup> Vgl. Vella, Interview.

## Literaturverzeichnis

- Abel, Bodo:** Denken in theoretischen Modellen als Leitidee der Wirtschaftswissenschaften, in: Raffée, Hans/Abel, Bodo (Hrsg.): *Wissenschaftstheoretische Grundfragen der Wirtschaftswissenschaften*, München 1979, S. 138–160.
- Adair, Alastair:** International Valuation Standards, in: *Briefings in Real Estate Finance*, Vol. 1, No. 2, 2001, S. 187–188.
- Altmeppen, Hermann:** Marktgerechtes DCF-Verfahren für Deutschland, in: *Immobilien Zeitung*, Nr. 23, 02.11.2006, S. 7.
- Archner, Gernot:** Unterscheiden sich die Bewertungen für Spezial- und Publikumsfonds?, in: *Immobilien & Finanzierung*, 55. Jg., Nr. 15, 2004, S. 494–496.
- Archner, Gernot:** Wie treffsicher sind Bewertungen?, in: *Immobilien Zeitung*, Nr. 8, 07.04.2005, S. 4.
- Arni, Jean-Louis:** Die Kontroverse um die Realitätsnähte der Annahmen in der Ökonomie, Grünsch 1989.
- Arntz, Reiner/Picht, Heribert/Mayer, Felix:** Einführung in die Terminologiearbeit, 4., gründlich überarbeitete Auflage, Hildesheim 2002.
- Bagnoli, Carlo/Smith, Halbert C.:** The Theory of Fuzz Logic and its Application to Real Estate Valuation, in: *Journal of Real Estate Research*, Vol. 16, No. 2, 1998, S. 169–199.
- Bankhaus Ellwanger & Geiger:** Indexaufbau, Quelle: Bankhaus Ellwanger & Geiger, 2005.
- Barkham, Richard:** The financial structure and ethos of property companies: an empirical analysis, in: *Construction Management & Economics*, Vol. 15, No. 5, 1997, S. 441–457.
- Barthel, Carl W.:** Unternehmenswert: Der Markt bestimmt die Bewertungsmethode, in: *Der Betrieb*, 43. Jg., Nr. 23, 1990, S. 1145–1152.
- Barthel, Carl W.:** Unternehmenswert: Die vergleichsorientierten Bewertungsverfahren – Vergleichswert schlägt Ertragswert, in: *Der Betrieb*, 49. Jg., Nr. 4, 1996, S. 149–163.

- Baum, Andrew/Crosby, Neil/Murdoch, Sandi:** The contribution of upward-only rent reviews to the capital value of UK property, in: *Journal of Property Research*, Vol. 15, No. 2, 1998, S. 105–120.
- Baum, Andrew/Mackmin, David/Nunnington, Nick:** *The Income Approach to Property Valuation*, 4th Edition 2002 reprint, London 2002.
- Baumunk, Henrik/Böckem, Hanne/Schurbohm-Ebneth, Anne:** Die Bilanzierung von Immobilien nach International Accounting Standards, in: *Grundstücksmarkt und Grundstückswert*, 13. Jg., Nr. 6, 2002, S. 354–361.
- Baumunk, Henrik:** *Immobilien und Immobilienbewertung im Zeitalter der Globalisierung*, Dresden 2004.
- Beck, Martin:** Bilanzierung von Investment Properties nach IAS 40 – Anwendungsprobleme bei der Implementierung und Lösungsansätze, in: *Zeitschrift für internationale und kapitalmarktorientierte Rechnungslegung*, 4. Jg., Nr. 12, 2004, S. 498–505.
- Behrendt, Wolfgang/Baumunk, Henrik:** Discounted-Cash-Flow-Verfahren / Teil 2 – Wie erhält man objektivierte Diskontierungszinssätze?, in: *Immobilien Zeitung*, Nr. 13, 21.06.2001, S. 10.
- Behrendt, Wolfgang/Baumunk, Henrik:** Discounted-Cash-Flow-Verfahren – Wie erhält man objektivierte Diskontierungszinssätze?, in: *Immobilien Zeitung*, Nr. 12, 08.06.2001, S. 11.
- Bello, Walden:** IMF's Role in the Asian Financial Crisis, Quelle: International Forum on Globalization, 1998.
- Bergsdorf, Wolfgang:** Antworten auf die Globalisierung – Herausforderung für Politik und Gesellschaft, in: *Die Politische Meinung*, 50. Jg., Nr. 422, 2005, S. 34–36.
- Bienert, Sven:** Zum Beleihungswertbegriff, in: *Grundstücksmarkt und Grundstücks Wert*, 16. Jg., Nr. 6, 2005, S. 344–349.
- BIIS:** Bewertung in der Schieflage? – WertV versus DCF-Verfahren, in: *Informationsdienst für Sachverständige*, 30. Jg., Nr. 2, 2006, S. 25–29.
- Bloch, Bruce M.:** Merger preparation – A key to proactive CRE management, in: *Journal of Corporate Real Estate*, Vol. 2, No. 1, 1999, S. 11–18.

- Bogner, Alexander/Littig, Beate/Menz, Wolfgang:** Das Experteninterview – Theorie, Methode, Anwendung, Opladen 2002.
- Bond, Sandy G./Kinnard, William, Jr./Kennedy, Paul J./Worzala, Elaine M.:** An International Perspective on Incorporating Risk in the Valuation of Contaminated Land, in: The Appraisal Journal, Vol. 69, No. 3, 2001, S. 258–265.
- Bone-Winkel, Stephan/Müller, Tobias:** Bedeutung der Immobilienwirtschaft, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Immobilienökonomie – Band I: Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 3. vollständig überarbeitete und erweiterte Auflage, München 2005, S. 27–45.
- Bone-Winkel, Stephan/Schulte, Karl-Werner/Focke, Christian:** Begriff und Besonderheiten der Immobilie als Wirtschaftsgut, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Immobilienökonomie – Band I: Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 3. vollständig überarbeitete und erweiterte Auflage, München 2005, S. 3–26.
- Bone-Winkel, Stephan/Schulte, Karl-Werner/Sotelo, Ramon/Allendorf, Georg J.:** Immobilieninvestition, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Immobilienökonomie – Band I: Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 3. vollständig überarbeitete und erweiterte Auflage, München 2005, S. 629–710.
- Bone-Winkel, Stephan/Schulte, Karl-Werner:** Deutschen Reits droht ein Reinfall, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 65, 18.03.2005, S. 47.
- Bone-Winkel, Stephan:** Ansatzpunkte für eine strategische Bewertung von Immobilienbeständen, in: Der Langfristige Kredit, 46. Jg., Nr. 3, 1995, S. 68–72.
- Booth, Philip/Walsh, Duncan:** The application of financial theory to the pricing of upward-only rent reviews, in: Journal of Property Research, Vol. 18, No. 1, 2001, S. 69–84.
- Brand, Eike:** Verfahrenskritik zum Discounted-Cash-Flow-Verfahren in der Grundstücksbewertung, in: Grundstücksmarkt und Grundstückswert, 11. Jg., Nr. 4, 2000, S. 210–213.
- Brealey, Richard A./Myers, Stewart C.:** Principles of Corporate Finance, Fifth International Edition, New York 1996.
- Brett, Michael:** Valuation standards for the global market, Quelle: RICS, 2002.

**Brinkmann, Gerhard:** Analytische Wissenschaftstheorie – Einführung sowie Anwendung auf einige Stücke der Volkswirtschaftslehre, 3. überarb. und erw. Aufl., München 1997.

**Bron, Jan F.:** Das G-REIT-Gesetz – Eine Analyse auf Basis des Gesetzentwurfes der Bundesregierung, Quelle: Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg – Betriebswirtschaftliche Diskussionsbeiträge, Beitrag Nr. 60/2006, 2006.

**Bron, Jan Frederik:** Wesentliche Defizite des REIT-Gesetzentwurfes, in: Immobilien & Finanzierung, 58. Jg., Nr. 5, 2007, S. 180–183.

**Büchner, Gregor:** Bodenrichtwert,  
<<http://dict.leo.org/forum/viewWrongentry.php?idThread=192219&idForum=7&lp=ende&lang=en>>, 20.11.2006.

**Buttimer, Richard J./Hyland, David C./Sanders, Anthony B.:** REITs, IPO Waves and Long-Run Performance, in: Real Estate Economics, Vol. 33, No. 1, 2005, S. 51–88.

**BVI:** Investment 2004 – Daten, Fakten, Entwicklungen, Quelle: Bundesverband Investment und Asset Management e.V. – Jahresbericht 2004, 2004.

**BVI:** Investment 2006 – Daten, Fakten, Entwicklungen, Quelle: Bundesverband Investment und Asset Management e.V. – Jahresbericht 2004, 2004.

**Chen, Lijian/Mills, Thomas I.:** Global Real Estate Investment Going Mainstream, Quelle: UBS Global Asset Management – UBS Real Estate Research, 2004.

**Cieleback, Marcus:** Offene Immobilienfonds – Rating als Lösung der Informationsprobleme bei der Anlageentscheidung, in: Zeitschrift für Immobilienökonomie, 2. Jg., Nr. 1, 2003, S. 6–17.

**Clever, Peter:** Wissenschaftstheoretische Probleme der Wirtschaftswissenschaft, in: Speck, Josef (Hrsg.): Handbuch wissenschaftstheoretischer Begriffe, Göttingen 1980, S. 721–726.

**Coase, Ronald:** The nature of the Firm, 1937.

**Coenenberg, Adolf G.:** Jahresabschluss und Jahresabschlusanalyse – Betriebswirtschaftliche, handelsrechtliche, steuerrechtliche und internationale Grundsätze - HGB, IAS/IFRS, US-GAAP, DRS, 19. völlig überarbeitete und erweiterte Auflage, Stuttgart 2003.

- Collyns, Charles/Senhadji, Abdelhak:** Lending Booms, Real Estate Bubbles, and The Asian Crisis, Quelle: International Monetary Fund – IMF Working Paper, 2002.
- Crosby, Neil/French, Nick/Ward, Charles:** Contemporary UK market valuation methods for over-rented investment properties – A framework for risk adjustment, in: Journal of Property Research, Vol. 14, No. 2, 1997, S. 99–115.
- Crosby, Neil/Layers, Anthony/Murdoch, John:** Property valuation variation and the 'margin of error' in the UK, in: Journal of Property Research, Vol. 15, No. 4, 1998, S. 305–330.
- Crosby, Neil:** The practice of property investment appraisal – Reversionary freeholds in the UK, in: Journal of Property Valuation & Investment, Vol. 9, No. 2, 1991, S. 109–131.
- Crosby, Neil:** United Kingdom, in: Adair, Alastair/Downie, Mary Lou/McGreal, Stanley/Vos, Gerjan (Hrsg.): European Valuation Practice – Theory and Techniques, London 1996, S. 265–306.
- D'Arcy, Eamonn/Tsolacos, Sotiris:** Property research in Europe: moving forward through engagement, in: Journal of Property Investment & Finance, Vol. 18, No. 3, 2000, S. 284–290.
- Dibbern, Ralf:** REITs in Deutschland – Update, Quelle: M. M. Warburg & Co. – Aktien Research Deutschland, 2006.
- Dixon, Timothy/Crosby, Neil/Marston, Andrew/Pottinger, Gaye:** Can valuation factors be prescribed? – The case of collective enfranchisement and leasehold extension of flats in England and Wales, in: Journal of Property Research, Vol. 19, No. 3, 2002, S. 253–280.
- Dorchester, John D./Vella, Joseph J.:** Valuation and the Appraisal Institute in a Global Economy – The European Initiative, in: The Appraisal Journal, Vol. 68, No. 1, 2000, S. 72–85.
- Dorchester, John D.:** The Quest for International Valuation Standards, in: The Appraisal Journal, Vol. 52, No. 1, 1984, S. 142–145.
- dos Santos Reis, Vítor M./Downie, Mary Lou/Fisher, Peter/Fernandes, António:** The practice of real estate valuation in Portugal, in: Journal of Property Investment & Finance, Vol. 20, No. 2, 2002, S. 181–203.

- Downie, Mary Lou/Adair, Alastair/McGreal, Stanley/Vos, Gerjan:** The context of valuation practice in Europe, in: Adair, Alastair/Downie, Mary Lou/McGreal, Stanley/Vos, Gerjan (Hrsg.): European Valuation Practice – Theory and Techniques, London 1996, S. 1–11.
- Downie, Mary Lou/Schulte, Karl-Werner/Thomas, Matthias:** Germany, in: Adair, Alastair/Downie, Mary Lou/McGreal, Stanley/Vos, Gerjan (Hrsg.): European Valuation Practice – Theory and Techniques, London 1996, S. 125–152.
- Dunckley, John:** Financial reporting standards: is market value for the existing use now obsolete?, in: Journal of Property Investment & Finance, Vol. 18, No. 2, 2000, S. 212–224.
- Dunning, John H.:** Determinants of Foreign Direct Investment – Globalization Induced Changes and the Role of FDI Policies, Quelle: The World Bank, 2002.
- Eccles, Timothy/Holt, Andrew:** International Accounting Standards: A paradigm shift for corporate real estate?, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 4, No. 1, 2001, S. 66–82.
- Edge, John A.:** The Globalization of Real Estate Appraisal – A European Perspective, in: The Appraisal Journal, Vol. 69, No. 1, 2001, S. 84–94.
- Eichel, Hans:** Exchanges and their Customers, Quelle: Bundesministerium der Finanzen – Rede des Bundesministers der Finanzen im Rahmen der 8th European Financial Markets Convention, 2004.
- Eisele, Wolfgang:** Technik des betriebswirtschaftlichen Rechnungswesens, 6., vollständig überarbeitete und erweiterte Auflage, München 1998.
- Ekelid, Mats/Lind, Hans/Lundström, Stellan/Persson, Erik:** Treatment of uncertainty in appraisals of commercial properties, in: Journal of Property Valuation & Investment, Vol. 16, No. 4, 1998, S. 386–396.
- Ellrott, Raimund:** Immobilien-Rating aus Sicht eines Marktforschungsinstitutes, in: Immobilien & Finanzierung, 54. Jg., Nr. 4, 2003, S. 122–125.
- Engel, Ralf/Esselmann, Dirk:** Der Einfluss von Modernisierungskosten auf Nutzungsdauer, Ertragswert und Immobilienrenditen – Herleitung einer Rendite-Risiko-Analyse (Teil 1), in: Grundstücksmarkt und Grundstückswert, 16. Jg., Nr. 6, 2005, S. 321–330.

- Engel, Ralf/Kieffer, Hagen:** Nutzungsdauer bei der Wertermittlung – Hartnäckiger Autismus, in: Immobilien Zeitung, Nr. 9, 21.04.2005, S. 16.
- Engel, Ralf:** Das Aus für die DCF-Methode?, in: Grundstücksmarkt und Grundstücks-wert, 13. Jg., Nr. 6, 2002, S. 321–332.
- Epstein, Barry Jay/Mirza, Abbas Ali:** Wiley-Kommentar zur internationalen Rech-nungslegung nach IFRS 2006, 2. Auflage 2006, Weinheim 2006.
- Epstein, Derek:** Alternative perspectives, in: Estates Gazette, Nr. 219, 11.05.2002, S. 138–139.
- Falk, Bernd/Haber, Günter/Spitzkopf, Horst Alexander/Winden, Stefan:** Fachlexi-kon Immobilienwirtschaft, Köln 1996.
- Fisher, Jeffrey D./Martin, Robert S.:** Income Property Valuation, London 1994.
- French, Nick:** Investment Valuation – Developments from the Mallinson Report, in: Journal of Property Valuation & Investment, Vol. 14, No. 5, 1996, S. 48–58.
- French, Nick:** Market information management for better valuations – Part I: con-cepts and definitions of price and worth, in: Journal of Property Valuation & Investment, Vol. 15, No. 5, 1997, S. 403–410.
- French, Nick:** The RICS appraisal and valuation standards (2003) – (the "new" red book), in: Journal of Property Investment & Finance, Vol. 21, No. 4, 2003, S. 306.
- French, Nick:** The RICS valuation and appraisal standards, in: Journal of Property Investment & Finance, Vol. 21, No. 6, 2003, S. 495–501.
- Friedemann, Jens:** Das Ende der Beschaulichkeit, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 92, 20.04.2007, S. 43.
- Fründ, Hartmut:** Das Ende der Beschaulichkeit, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 4, 05.01.2007, S. 39.
- Funk, Bernhard/Schulz-Eickhorst, Till:** REITs und REIT-Fonds, in: Schulte, Karl-Werner/Achleitner, Ann-Kristin/Schäfers, Wolfgang/Knobloch, Bernd (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Banking – Von der traditionellen Immobilien-Finanzierung zum Immobilien-Investmentbanking, Köln 2002, S. 789–814.

**Geisen, Bernhard:** Immobilien im Jahresabschluss - Teil 1 – International werden Immobilien marktorientierter bewertet, in: Immobilien Zeitung, Nr. 7, 22.02.2007, S. 9.

**Geisen, Bernhard:** Immobilien im Jahresabschluss - Teil 2 – Ermittlung von Wertminde rungen gewinnt an Bedeutung, in: Immobilien Zeitung, Nr. 8, 01.03.2007, S. 5.

**Gelbtuch, Howard C./Mackmin, David/Milgrim, Michael R.:** Real Estate Valuation in Global Markets, Chicago 1997.

**Gelbtuch, Howard C.:** The United States, in: Gelbtuch, Howard C./Mackmin, David/Milgrim, Michael R. (Hrsg.): Real Estate Valuation in Global Markets, Chicago 1997, S. 1–19.

**Geltner, David:** The use of appraisals in portfolio valuation and index construction, in: Journal of Property Valuation & Investment, Vol. 15, No. 5, 1997, S. 423–447.

**Gericke, Gerda:** Checkliste zur Kontrolle von Wertgutachten – Deutscher Sachverständigentag, in: Immobilien Zeitung, Nr. 9, 13.04.2006, S. 19.

**Gier, Sonja:** Bereitstellung und Desinvestition von Unternehmensimmobilien, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie – Band 35, Köln 2006, S. 1–389.

**gif:** "gif-Mietfläche" für internationale Immobilienentscheider – RA-C-Standard trägt den Erfolg über die Landesgrenzen, Quelle: Gesellschaft für immobilienwirtschaftliche Forschung e.V. – Pressemitteilung vom 28. März 2006, 2006.

**gif:** Richtlinie zur Berechnung der Mietfläche für gewerblichen Raum (MF-G), Quelle: Gesellschaft für immobilienwirtschaftliche Forschung e.V., 2004.

**gif:** Standard for calculating the Rental Area of Commercial premises (RA-C), Quelle: Gesellschaft für immobilienwirtschaftliche Forschung e.V., 2005.

**gif:** Standardisierung des DCF-Verfahrens, Quelle: Gesellschaft für immobilienwirtschaftliche Forschung e.V., 2006.

**Gilbertson, Barry G.:** Appraisal or Valuation: An Art or a Science, in: Real Estate Issues, Vol. 26, No. 3, 2001, S. 86–88.

**Glauber, Robert R.:** Discussions of the Financial Crisis, Quelle: Institute for International Economics, 2000.

**Goobey, Ross:** A private answer to the public question, in: Estates Gazette, Nr. 246, 16.11.2002, S. 50.

**Gorlow, Robert M./Parr, David M.:** Determining investment value in an illiquid market, in: Real Estate Review, Vol. 23, No. 4, 1994, S. 24–29.

**Göth, Karl-Ludwig:** Quality never goes out of style – Spotlights auf Anforderungen an Wertgutachten zur Risikobeurteilung einer Immobilie durch eine international finanzierende Immobilienbank, Quelle: Eröffnungsvortrag 1. Jahrgang, Intensivstudium Internationale Immobilienbewertung, 2004.

**Gottschalk, Götz-Joachim:** Philosophia perennis des Verkehrswerts – das Resultat aus Vergleichswert oder Richtwert, des Nutzens von (Anpassungs- und Vergleichs-) Faktoren und statistischen Verfahren, in: Der Sachverständige, 30.Jg., Nr. 4, 2003, S. 96–97.

**Groß, Christian:** Der Vertrag des Sachverständigen bei privater Gutachtentätigkeit, in: Der Sachverständige, 30.Jg., Nr. 5, 2003, S. 134–137.

**Gümbel, Miryam:** Bei der Immobilien-Bewertung schaut China nach Deutschland – Austausch zwischen CREVA und LVS-Bayern, in: Der Sachverständige, 29.Jg., Nr. 6, 2002, S. 177.

**Hammel, Fritz:** Die Bedeutung des Verkehrswerts für Hypothekenbanken, in: Grundstücksmarkt und Grundstückswert, 9.Jg., Nr. 1, 1998, S. 37–39.

**Hansche, Hanno:** Verzicht auf Bodenrichtwerte - Sorglosigkeit oder Vorsicht?, in: Grundstücksmarkt und Grundstückswert, 14.Jg., Nr. 3, 2003, S. 141–143.

**Haritz, Detler/Asmus, Thomas:** Das REIT-Gesetz und das Umwandlungssteuerrecht, in: Die Aktiengesellschaft, 52.Jg., Nr. 3, 2007, S. 76–80.

**Harmon, Jennifer:** Appraisal Quality Called a Concern, in: National Mortgage News, Nr. 10, 05.12.2005, S. 18.

**Harrop, Martyn J./Morgan, John F.W.:** Die dynamischen Bewertungsmethoden haben sich bisher kaum durchsetzen können, in: Immobilien Zeitung, Nr. 7, 23.03.2000, S. 13.

**Heinen, Edmund:** Grundfragen der entscheidungsorientierten Betriebswirtschaftslehre, München 1976.

**Heinen, Edmund:** Grundlagen betriebswirtschaftlicher Entscheidungen – Das Zielsystem der Unternehmung, 3. durchgesehene Auflage, Wiesbaden 1976.

- Heinen, Edmund:** Industriebetriebslehre als entscheidungsorientierte Unternehmensführung, in: Heinen, Edmund (Hrsg.): Industriebetriebslehre – Entscheidungen im Industriebetrieb, 9. vollst. neu bearb. und erw. Aufl., Wiesbaden 1991, S. 1–71.
- Heuser, Paul J./Theile, Carsten/Pawelzik, Kai Udo:** IAS/IFRS Handbuch – Einzel- und Konzernabschluss, 2., neu bearbeitete Auflage, Köln 2005.
- Hilbers, Paul/Lei, Qin/Zacho, Lisbeth:** Real Estate Market Developments and Financial Sector Soundness, Quelle: International Monetary Fund – IMF Working Paper, 2001.
- Hinrichs, Karsten/Schultz, Eckhard:** Das Discounted Cash-Flow-Verfahren in der Praxis, in: Grundstücksmarkt und Grundstückswert, 14. Jg., Nr. 5, 2003, S. 265–272.
- Hinrichs, Karsten:** Abschied vom deutschen Handelsrecht, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 236, 11.10.2002, S. 43.
- Hirota, Yuji:** New Trends in the Japanese Real Estate Appraisal Industry, in: The Appraisal Journal, Vol. 67, No. 4, 1999, S. 405–411.
- Hoitsch, Hans-Jörg/Lingnau, Volker:** Kosten- und Erlösrechnung, 5., überarbeitete Auflage, Berlin 2004.
- Hök, Götz-Sebastian:** Discounted Cash Flow-Verfahren in Frankreich, in: Grundstücksmarkt und Grundstückswert, 13. Jg., Nr. 5, 2002, S. 284–285.
- Hök, Götz-Sebastian:** Immobilienwertermittlung auf europäischer Rechtsgrundlage – ein neues Wertermittlungsrecht im Werden?, in: Grundstücksmarkt und Grundstückswert, 12. Jg., Nr. 2, 2001, S. 65–74.
- Hök, Götz-Sebastian:** Zur Grundstücksbewertung in Österreich, in: Grundstücksmarkt und Grundstückswert, 14. Jg., Nr. 4, 2003, S. 205–207.
- Horn, Hans-Jörg:** Der europäische Sachverständigenverband TEGoVA, in: Immobilien & Finanzierung, 54. Jg., Nr. 13, 2003, S. 456–458.
- Howcroft, Paul A.:** A Rational Expectations Approach To Concepts of Value, in: The Appraisal Journal, Vol. 48, No. 3, 1980, S. 402–413.
- Hutchings, David:** Real estate and a single currency, in: Journal of Property Valuation & Investment, Vol. 15, No. 4, 1997, S. 372–383.

- Iblher, Felix/Pitschke, Christoph/Rottke, Nico/Schreiber, Nicole:** Immobilienfinanzierung, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Immobilienökonomie – Band I: Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 3. vollständig überarbeitete und erweiterte Auflage, München 2005, S. 529–625.
- Immelmann, K.:** Verhaltensforschung, in: Speck, Josef (Hrsg.): Handbuch wissenschaftstheoretischer Begriffe, Göttingen 1980, S. 667–672.
- International Accounting Standards Committee Foundation:** Annual Report 2003, Quelle: International Accounting Standards Committee Foundation, 2003.
- International Valuation Standards Committee:** New Valuation Basis Proposed in Response to Revised International Accounting Standards, Quelle: International Valuation Standards Committee – News Release, 2004.
- IVG:** Geschäftsbericht 2006, Quelle: IVG AG – Investor Relations-Publikationen, 2007.
- IVSC:** Committee Purpose, <<http://www.ivsc.org/purpose.html>>, 18.03.2005.
- IVSC:** International Valuation Standards Committee, <<http://www.ivsc.org/ivsc.html>>, 18.03.2005.
- IVSC:** International Valuation Standards, Seventh Edition, London 2005.
- IVSC:** Proposal for the Restructuring of the IVSC – A Report of the International Valuation Standards Committee's Governance Group issued for comment, Quelle: International Valuation Standards Committee, 2007.
- Johnson, Tony/Davies, Keith/Shapiro, Eric:** Modern Methods of Valuation – of Land, Houses and Buildings, Ninth Edition, London 2000.
- Jones Lang LaSalle:** European Capital Markets Bulletin - Full Year 2004, Quelle: Jones Lang LaSalle, 2005.
- Jones Lang LaSalle:** European Capital Markets Bulletin 2006 H1, Quelle: Jones Lang LaSalle, 2006.
- Jones Lang LaSalle:** European Capital Markets Bulletin 2006, Quelle: Jones Lang LaSalle, 2007.
- Jones Lang LaSalle:** Global Real Estate Transparency Index 2004, Quelle: Jones Lang LaSalle, 2004.
- Jones Lang LaSalle:** Global Real Estate Transparency Index 2006, Quelle: Jones Lang LaSalle, 2006.

- Juarez, Mac, Jr.:** Kazakh Appraisers Learn Our System, in: *The Appraisal Journal*, Vol. 50, No. 4, 2002, S. 373.
- Jumpertz, Norbert:** Umwandlung in REIT – Wettrennen im Nebel, in: *Immobilienwirtschaft*, 6. Jg., Nr. 4, 2007, S. 24.
- Kaganova, Diga Z.:** Appraising Undeveloped Land in Russian Cities, in: *The Appraisal Journal*, Vol. 65, No. 3, 1997, S. 232–241.
- Kälberer, Wolfgang:** Wertermittlung in Deutschland und Europa, in: *Der Langfristige Kredit*, 52. Jg., Nr. 15, 2001, S. 539–542.
- Karl, Thorsten:** Einzelhandelsmarkt – Das ist viel mehr als das übliche Klagen der Händler, in: *Immobilien Zeitung*, Nr. 22, 24.10.2002, S. 32.
- Kessler-Park, Rachel/ Butler, Scott D.:** Restructuring corporate real estate and facilities in mergers, acquisitions and consolidations, in: *Journal of Corporate Real Estate*, Vol. 5, No. 1, 2002, S. 8–18.
- Keunecke, Klaus Peter:** *Immobilienbewertung*, Berlin 1994.
- Kirchner, Christian:** Probleme von Ermessensspielräumen in der fair value-Bewertung nach Internationalen Rechnungslegungsstandards, in: *zfbf Sonderheft*, 55. Jg., Nr. 6, 2006, S. 61–78.
- Kirsch, Hanno:** Einführung in die internationale Rechnungslegung nach IAS/IFRS, 2., wesentlich erweiterte Auflage 2005, Herne/Berlin 2005.
- Kishore, Rohit:** Discounted cash flow analysis in property investment valuations, in: *Journal of Property Valuation & Investment*, Vol. 14, No. 3, 1996, S. 63–70.
- Kleiber, Wolfgang/ Simon, Jürgen/ Schröter, Karsten:** Verkehrswertermittlung von Grundstücken – Kommentar und Handbuch zur Ermittlung von Verkehrs-, Versicherungs- und Beleihungswerten unter Berücksichtigung von WertV und BelWertV, 5. vollständig neu bearbeitete und erweiterte Auflage, Köln 2007.
- Kleiber, Wolfgang/ Simon, Jürgen/ Weyers, Gustav:** Verkehrswertermittlung von Grundstücken, 4. vollständig neu bearbeitete und erweiterte Auflage, Köln 2002.
- Kleiber, Wolfgang:** Die "europäischen Bewertungsstandards" des Blauen Buchs, in: *Grundstücksmarkt und Grundstückswert*, 11. Jg., Nr. 6, 2000, S. 321–329.

- Kleiber, Wolfgang:** Was sind eigentlich die sog. Internationalen Bewertungsverfahren?, in: Grundstücksmarkt und Grundstückswert, 15.Jg., Nr. 4, 2004, S. 193–207.
- Kleiber, Wolfgang:** WertR 06 – Wertermittlungsrichtlinien 2006, 9. Auflage 2006, Köln 2006.
- Klug, Walter:** Immobilienaktien mit Rückenwind, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 41, 18.02.2005, S. 47.
- Kormaier, Benedikt:** Eignung des Income Capitalization Model zur Fair Value-Ermittlung von Investment Properties nach IAS 40, in: Zeitschrift für internationale und kapitalmarktorientierte Rechnungslegung, 6.Jg., Nr. 6, 2006, S. 378–385.
- Kornmaier, Martin:** Wissenschaftstheorie und wissenschaftliches Arbeiten – Eine Einführung für Wirtschaftswissenschaftler, Mannheim 2007.
- Kortebain, Klaus:** Die dritte Fonds-Generation, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 70, 24.03.2005, S. 49.
- Kotz, Hans-Helmut:** Globalisierung - auf dem Weg zur "Single World"?, Quelle: Deutsche Bundesbank – Arbeitspapier Nr. 6, 2001.
- Kröll, Ralf:** Verkehrswertermittlung unter Berücksichtigung eines Veräußerungsverbots, in: Der Sachverständige, 30.Jg., Nr. 3, 2003, S. 73–75.
- Lang, Harry:** Immobilienvermögen in der IAS/IFRS-Bilanzierung, in: Immobilien & Finanzierung, 54.Jg., Nr. 10, 2003, S. 342–345.
- Layne, David:** The State of Valuation in Thailand, in: The Appraisal Journal, Vol. 50, No. 3, 2002, S. 254–259.
- Lee, Stephen:** The Return Due to Diversification of Real Estate to the U.S. Mixed-Asset Portfolio, in: Journal of Real Estate Portfolio Management, Vol. 11, No. 1, 2005, S. 19–29.
- Leinfellner, Werner:** Entscheidungstheorie, in: Speck, Josef (Hrsg.): Handbuch wissenschaftstheoretischer Begriffe, Göttingen 1980, S. 160–165.
- Lennhoff, David C.:** Global Warming – Emerging International Valuation and Consulting Opportunities Mandate Agreement, in: The Appraisal Journal, Vol. 69, No. 2, 2001, S. 219–223.

- Leopoldsberger, Gerrit/Thomas, Matthias/Naubereit, Philipp:** Immobilienbewertung, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): *Immobilienökonomie – Band I: Betriebswirtschaftliche Grundlagen*, 3. vollständig überarbeitete und erweiterte Auflage, München 2005, S. 453–528.
- Leopoldsberger, Gerrit:** Kontinuierliche Wertermittlung von Immobilien, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): *Schriften zur Immobilienökonomie – Band 6*, Köln 1998.
- Levine, Mark Lee/Engelstad, Jeffrey L.:** How Relevant are Appraisals/Valuation Reports to International Real Estate Transactions?, in: *Real Estate Issues*, Vol. 26, No. 3, 2001, S. 54–63.
- Leykam, Monika:** Definitionskatalog für Marktberichte – Gemeinsame Basis gegen Zahlenwirrwarr, in: *Immobilien Zeitung*, Nr. 25, 09.12.2004, S. 6.
- Leykam, Monika:** DID-Immobilienindex 2005 – Schwächste Wertentwicklung der Dekade, in: *Immobilien Zeitung*, Nr. 11, 11.05.2006, S. 3.
- Leykam, Monika:** Fortress macht den Deal, in: *Immobilien Zeitung*, Nr. 16, 29.07.2004, S. 1.
- Leykam, Monika:** GIF-Arbeitskreis erarbeitet eigenen Definitionen-Katalog – Immobilien-Researcher stoßen sich an der Statistik, in: *Immobilien Zeitung*, Nr. 1, 13.01.2000, S. 3.
- Leykam, Monika:** Opportunity-Investoren – Der Cerberus wittert Beute, in: *Immobilien Zeitung*, Nr. 21, 16.10.2003, S. 4.
- Leykam, Monika:** Problemkind Ertragswert, in: *Immobilien Zeitung*, Nr. 4, 10.02.2005, S. 1.
- Li, Ling Hi:** Applying the DCF Model in China's Transitional Market, in: *The Appraisal Journal*, Vol. 66, No. 1, 1998, S. 68–75.
- Lind, Hans:** The definition of market value – Criteria for judging proposed definitions and an analysis of three controversial components, in: *Journal of Property Valuation & Investment*, Vol. 16, No. 2, 1998, S. 159–174.
- Ling, David C.:** The Valuation of Income Property in Overbuilt Markets, in: *The Appraisal Journal*, Vol. 61, No. 3, 1993, S. 332–341.
- Linke, Christian:** Fehleranfälligkeit des Ertragswertverfahrens, in: *Grundstücksmarkt und Grundstückswert*, 6. Jg., Nr. 6, 1995, S. 338–345.

- Linneman, Peter:** International Real Estate Investing, in: Wharton Real Estate Review, Vol. 5, No. 2, 2001, S. 41–52.
- Loritz, Karl-Georg/Pfnür, Andreas:** Zukunftsperspektiven geschlossener Immobilienfonds in Deutschland, in: Zeitschrift für Immobilienökonomie, 3. Jg., Nr. 1, 2004, S. 27–42.
- Lüdenbach, Norbert:** IAS / IFRS – Der Ratgeber zur erfolgreichen Umstellung von HGB auf IAS/IFRS, 3. Aufl., Freiburg 2004.
- Mackmin, David:** The United Kingdom, in: Gelbtuch, Howard C./Mackmin, David/Milgrim, Michael R. (Hrsg.): Real Estate Valuation in Global Markets, Chicago 1997, S. 21–41.
- Mackmin, David:** Valuation of real estate in global markets, in: Property Management, Vol. 17, No. 4, 1999, S. 353–367.
- Mannek, Wilfried:** Steuerliche Bedarfsbewertung für Zwecke der Erbschaft-/Schenkungsteuer, in: Der Sachverständige, 27. Jg., Nr. 7, 2000, S. 22–31.
- Maurer, Raimond/Reiner, Frank:** International Asset Allocation with Real Estate Securities in a Shortfall Risk Framework – The Viewpoint of German and U.S. Investors, in: Journal of Real Estate Portfolio Management, Vol. 8, No. 1, 2002, S. 27–44.
- McDonald, John F.:** The Q Theory of Investment, the Capital Asset Pricing Model and Real Estate Valuation – A Synthesis, in: Journal of Real Estate Literature, Vol. 13, No. 3, 2005, S. 271–286.
- McDonald, Linda:** The Case for Global Real Estate Securities, Quelle: CRA Roger-sCasey – Research Insights, 2005.
- McParland, Clare/Adair, Alastair/McGreal, Stanley:** Valuation Standards – A comparison of four European countries, in: Journal of Property Investment & Finance, Vol. 20, No. 2, 2002, S. 127–141.
- McParland, Clare/McGreal, Stanley/Adair, Alastair:** Concepts of price, value and worth in the United Kingdom – Towards a European perspective, in: Journal of Property Investment & Finance, Vol. 18, No. 1, 2000, S. 84–102.
- McWilliams, Ted E.:** Organizations Discuss Role of Valuation in Real Estate Capital Markets, in: The Appraisal Journal, Vol. 68, No. 2, 2000, S. 123.

- Meuser, Michael/Nagel, Ulrike:** ExpertInneninterviews – vielfach erprobt, wenig bedacht, in: Garz, Detlef/Kraimer, Klaus (Hrsg.): Qualitativ-empirische Sozialforschung – Konzepte, Methoden, Analysen, Opladen 1991, S. 441–471.
- Milgrim, Michael R.:** International Valuation Standards for Global Property Markets, Quelle: International Valuation Standards Committee – Presentation at the Japan Real Estate Institute in Tokyo, 2001.
- Mletzko, Manfred:** Flächenberechnung – Der Zollstock alleine kann nicht das Maß aller Dinge sein, in: Immobilien Zeitung, Nr. 24, 21.11.2002, S. 10.
- Mobley, T. Alvin:** Defining and allocating going-concern value components, in: The Appraisal Journal, Vol. 65, No. 4, 1997, S. 323–330.
- Mohr, Daniel:** Reits dürfen nun doch in den Dax, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 90, 18.04.2007, S. 25.
- Möller, Klaus-W.:** Liegenschaftszinssätze, in: Grundstücksmarkt und Grundstücks- wert, 6. Jg., Nr. 6, 1995, S. 346–347.
- Moren, Robert C.:** Germany, in: Gelbtuch, Howard C./Mackmin, David/Milgrim, Michael R. (Hrsg.): Real Estate Valuation in Global Markets, Chicago 1997, S. 141–166.
- Morgan, John F. W.:** Deutsche Wertermittlungsrichtlinien verbesserungsfähig – "Die Berufsorganisationen haben hier bislang versagt", in: Immobilien Zeitung, Nr. 17, 13.08.1998, S. 4.
- Morgan, John F. W.:** The Natural History of Professionalisation and its Relevance to Valuation Methodology and Practice in the United Kingdom and Germany, Reading 1998.
- Morgan, John F.W.:** The natural history of professionalisation and its effects on valuation theory and practice in the UK and Germany, in: Journal of Property Valuation & Investment, Vol. 16, No. 2, 1998, S. 185–206.
- Müller, Matthias:** International Financial Reporting Standards – Grundlagen für Aufsichtsrat und Unternehmenspraxis, Frankfurt am Main 2005.
- Nadler, Michael:** Die Vorteilhaftigkeit von Portfolioakquisitionen am deutschen Immobilienmarkt - eine Frage der Finanzierung?, in: Finanz Betrieb, 8.Jg., Nr. 11, 2006, S. 722–730.

**Naubereit, Philipp/Gier, Sonja:** An Institutional Economic Analysis of Securitization in Real Estate, Quelle: Paper presented at the Pacific Rim Real Estate Society Conference, Christchurch, 2002.

**Newell, Graeme:** The Quality of Appraisal Reports in Australia, in: The Appraisal Journal, Vol. 65, No. 1, 1997, S. 92–95.

**Nitsch, Harald:** Die Bedeutung lokaler Marktlagen für die Immobilieninvestition, in: Zeitschrift für Immobilienökonomie, 3.Jg., Nr. 2, 2004, S. 66–81.

**o.V.:** Convention du Mètre, Quelle: Bureau International des Poids et Mesures, 1871.

**o.V.:** gif erarbeitet Flächendefinition – Kalkulationsgrundlagen sollen nachvollziehbar werden, in: Immobilien Zeitung, Nr. 23, 19.10.1995, S. 2.

**o.V.:** IVD veröffentlicht erstmals Liegenschaftszinssätze, in: Immobilien Zeitung, Nr. 5, 07.02.2006, S. 3.

**o.V.:** The value of standards, in: Estates Gazette, Nr. 340, 24.07.2004, S. 104–105.

**o.V.:** Yields and rates of interest, in: Estates Gazette, Nr. 35, 04.09.1993, S. 117–118.

**Opitz, Gerhard:** Finanzierung durch geschlossene Immobilienfonds, in: Schulte, Karl-Werner/Achleitner, Ann-Kristin/Schäfers, Wolfgang/Knobloch, Bernd (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Banking – Von der traditionellen Immobilien-Finanzierung zum Immobilien-Investmentbanking, Köln 2002, S. 89–118.

**Oppitz, Volker:** Kapitalwerte von Grundstücken, in: Grundstücksmarkt und Grundstückswert, 13. Jg., Nr. 6, 2002, S. 348–354.

**Patton, D. Kenneth:** Global Trends in Real Estate and Implications for the Japanese Recovery, in: Real Estate Review, Vol. 31, No. 2, 2001, S. 5–12.

**Paul, Eduard:** Bewertungsmethoden im Kontext der funktionalen Werttheorie, in: Grundstücksmarkt und Grundstückswert, 9. Jg., Nr. 2, 1998, S. 84–92.

**Paul, Eduard:** Kapitalmarktorientierte Immobilienbewertung: Neuerungen durch IAS, in: Immobilien & Finanzierung, 53. Jg., Nr. 16, 2002, S. 503–505.

**Paul, Eduard:** Quality Control – Maßnahmen bei der Wertermittlung von Immobilien, in: Unternehmensbewertung & Management, 2. Jg., Nr. 1, 2004, S. 20–24.

**Pellens, Bernhard/Fülbier, Rolf Uwe/Gassen, Joachim:** Internationale Rechnungsleitung – IFRS/IAS mit Beispielen und Fallstudie, 5., überarbeitete und erweiterte Auflage, Stuttgart 2004.

- Petersen, Hauke:** Marktorientierte Immobilienbewertung, 7., überarbeitete Auflage, Stuttgart 2005.
- Petersen, Hauke:** Marktwertverfahren, in: Grundstücksmarkt und Grundstückswert, 8. Jg., Nr. 4, 1997, S. 206–209.
- Petersen, Hauke:** Wie lange dauert ein Bewertungsstichtag?, in: Grundstücksmarkt und Grundstückswert, 16. Jg., Nr. 1, 2005, S. 25–26.
- Peto, Robert/French, Nick/Bowman, Gillian:** Price and worth – Developments in valuation methodology, in: Journal of Property Valuation & Investment, Vol. 14, No. 4, 1996, S. 79–100.
- Peto, Robert:** Market information management for better valuations – Part II - data availability and application, in: Journal of Property Valuation & Investment, Vol. 15, No. 5, 1997, S. 411–422.
- Pfnür, Andreas/Hedden, Nele:** Ergebnisbericht zur empirischen Untersuchung "Corporate Real Estate 2002" – Institutionalisierung des betrieblichen Immobilienmanagements, Quelle: Arbeitsbereich öffentliche Wirtschaft am Fachbereich Wirtschaftswissenschaften der Universität Hamburg – Arbeitspapier Nr. 28, 2002.
- Phillips, Larisa:** The Appraisal of Real Estate, 12th Edition, Chicago 2001.
- Pöller, Ralf:** Explizite Wahlrechte und Ermessensspielräume (faktische Wahlrechte) nach IFRS – Teil 1: Sachanlagevermögen und als Finanzinvestition gehaltene Immobilien, in: Bilanzbuchhalter und Controller, 31. Jg., Nr. 1, 2007, S. 1–8.
- Popp, Jim:** Investment value, market value differ for property tax purposes, in: National Real Estate Investor, Vol. 43, No. 1, 2001, S. 34.
- Pörschke, Frank:** Stimmen zum deutschen Reit-Gesetz, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 92, 20.04.2007, S. 43.
- Porten, Thomas:** Mietflächen-Richtlinie – "Mietfläche" gibt es auch auf Englisch, in: Immobilien Zeitung, Nr. 10, 27.04.2006, S. 15.
- Porten, Thomas:** Standardisierung der Immobilienanalyse – Die Operation "Operate", in: Immobilien Zeitung, Nr. 6, 02.03.2006, S. 9.
- Poutasse, Douglas M.:** Valuation Guidance for Financial Reporting, Quelle: National Council of Real Estate Investment Fiduciaries – Invitation to Comment, 2007.

**Qu, Weidong:** Grundstückswertermittlung in der VR China, in: *Grundstücksmarkt und Grundstückswert*, 13. Jg., Nr. 5, 2002, S. 287–291.

**Quan, Daniel C./Titman, Sheridan:** Do Real Estate Prices and Stock Prices Move Together? – An International Analysis, in: *Real Estate Economics*, Vol. 27, No. 183, 1999, S. 183–207.

**Rabianski, Joseph S.:** Going-concern value, market value, and intangible value, in: *The Appraisal Journal*, Vol. 64, No. 2, 1996, S. 183–194.

**Raffée, Hans/Abel, Bodo:** Aufgaben und aktuelle Tendenzen der Wissenschaftstheorie in den Wirtschaftswissenschaften, in: Speck, Josef (Hrsg.): *Handbuch wissenschaftstheoretischer Begriffe*, Göttingen 1980, S. 1–10.

**Ramsett, David:** Yield Capitalization for Market Analysis, in: *The Appraisal Journal*, Vol. 67, No. 4, 1999, S. 398–404.

**Rappoport, James E./Cushman, Robert F./Daroff, Karen:** *Office Planning and Design Desk Reference*, Indianapolis 1991.

**Rau, Rainer:** Immobilienbewertung – Prognose: "Break-Even-Rendite schlägt Liegenschaftszins", in: *Immobilien Zeitung*, Nr. 16, 31.07.2003, S. 14.

**Rehkugler, Heinz:** Die Immobilienwirtschaft nach Basel II – Fakten - Auswirkungen - Reaktionsstrategien, in: *Grundstücksmarkt und Grundstückswert*, 13. Jg., Nr. 4, 2002, S. 196–197.

**Reynolds, Anthony:** Current Valuation Techniques – A Review, in: *The Appraisal Journal*, Vol. 52, No. 2, 1984, S. 183–197.

**Richardson, Eleanor:** To User or Not to Use the RICS Code of Measuring Practice, in: *Civil Engineering Surveyor*, Vol. 8, No. 8, 2006, S. 20.

**RICS:** *Appraisal and Valuation Manual*, Fifth Edition, London 2004.

**RICS:** *Code of Measuring Practice – A Guide for Property Professionals*, 6th Edition Consultation Draft, London 2006.

**Rommelfanger, Heinrich J./Eickemeier, Susanne H.:** *Entscheidungstheorie*, Berlin 2002.

**Rosengren, Eric:** Will Greater Disclosure and Transparency Prevent the Next Banking Crisis?, Quelle: Federal Reserve Bank of Boston, 1998.

- Ross, Franz W./Brachmann, Rolf/Holzner, Peter:** Ermittlung des Bauwertes von Gebäuden und des Verkehrswertes von Grundstücken, 28. Auflage, Hannover 1997.
- Rottke, Nico/Wernecke, Martin:** Ein Immobilienwert ist nicht nur objektiv, in: Immobilien Zeitung, Nr. 22, 25.10.2001, S. 30.
- Rottke, Nico/Wernecke, Martin:** Lebenszyklus von Immobilien, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Immobilienökonomie – Band I: Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 3. vollständig überarbeitete und erweiterte Auflage, München 2005, S. 209–230.
- Rottke, Nico/Wernecke, Martin:** Management im Immobilienzyklus – Resümee, aktuelle Trends, Fazit für die Praxis, in: Immobilien Zeitung, Nr. 3, 31.01.2002, S. 15.
- Roulac, Stephen/Adair, Alastair/Crosby, Neil/Lim, Lay C.:** The Emerging Global Real Estate Appraisal Research Agenda – Evidence from the ARES, ERES, PPRES and RICS Conferences, in: Journal of Real Estate Literature, Vol. 12, No. 2, 2004, S. 135–155.
- Royal Institution of Chartered Surveyors:** History of RICS,  
<[http://www.rics.org/AboutRICS/history\\_of\\_rics.htm](http://www.rics.org/AboutRICS/history_of_rics.htm)>, 06.06.2005.
- Ryskar, Jaromir/Drozen, Frantisek:** The Real Estate Profession in the Czech Republic, in: The Appraisal Journal, Vol. 67, No. 4, 1999, S. 345–353.
- Sayce, Sarah/Connellan, Owen:** Convergence of Valuation Standards – An International Perspective, Quelle: The RICS "Cutting Edge" Conference, 2001.
- Schäfers, Wolfgang/Gier, Sonja:** Corporate Real Estate Management, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Immobilienökonomie – Band I: Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 3. vollständig überarbeitete und erweiterte Auflage, München 2005, S. 841–893.
- Schierenbeck, Henner:** Basel II: Was ändert sich für Banken und Mittelstand?, in: Grundstücksmarkt und Grundstückswert, 13. Jg., Nr. 5, 2002, S. 285–287.
- Schierenbeck, Henner:** Bilanzierung von Immobilien im Spannungsfeld kontinental-europäischer und internationaler Rechnungslegungsvorschriften, in: Francke, Hans-Hermann/Rehkugler, Heinz (Hrsg.): Immobilienmärkte und Immobilienbewertung, München 2005, S. 331–351.

**Schmalgemeier, Helmut:** Grundstücksmarkttransparenz – sind die Gutachteraus-  
schüsse "am Puls der Zeit"?; in: *Grundstücksmarkt und Grundstückswert*,  
16. Jg., Nr. 6, 2005, S. 350–357.

**Schmid, Hans Martin:** Kapitalmarkt – REIT-Modelle im Vergleich, in: *Immobilienwirt-  
schaft*, 6. Jg., Nr. 3, 2007, S. 42.

**Schneider, Dieter G.:** Am Ergebnis gescheitert, in: *Der Sachverständige*, 30. Jg., Nr. 3,  
2003, S. 60–65.

**Schneider, Dieter G.:** Vergleichsbewertung mittels Einflusslinien-  
/Einflusskurvenverfahrens zur Höhe des wahrscheinlichen Ertragswertes bei  
begründet unterschiedlichen Ausgangswerten, in: *Grundstücksmarkt und  
Grundstückswert*, 13. Jg., Nr. 5, 2002, S. 297–302.

**Schomberg, Bärbel:** Stimmen zum deutschen Reit-Gesetz, in: *Frankfurter Allgemeine  
Zeitung*, Nr. 92, 20.04.2007, S. 43.

**Schulte, Karl-Werner/Holzmann, Christoph:** Institutionelle Aspekte der Immobilien-  
ökonomie, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): *Immobilienökonomie – Band I: Be-  
triebswirtschaftliche Grundlagen*, 3. vollständig überarbeitete und erweiterte  
Auflage, München 2005, S. 167–207.

**Schulte, Karl-Werner/Lee, Anthony/Paul, Eduard:** Wörterbuch Immobilienwirt-  
schaft, 2., überarbeitete Ausgabe, Wiesbaden 2005.

**Schulte, Karl-Werner/Pitschke, Christoph/Raethel, Jeanette:** Rechnungswesen,  
insbesondere Immobilien-Rechnungslegung, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.):  
*Immobilienökonomie – Band I: Betriebswirtschaftliche Grundlagen*, 3. voll-  
ständig überarbeitete und erweiterte Auflage, München 2005, S. 1013–1040.

**Schulte, Karl-Werner/Schäfers, Wolfgang:** Immobilienökonomie als wissenschaftli-  
che Disziplin - Teil 1, in: *Grundstücksmarkt und Grundstückswert*, 10. Jg.,  
Nr. 1, 1999, S. 25–30.

**Schulte, Karl-Werner/Schäfers, Wolfgang:** Immobilienökonomie als wissenschaftli-  
che Disziplin - Teil 2, in: *Grundstücksmarkt und Grundstückswert*, 10. Jg.,  
Nr. 2, 1999, S. 92–98.

**Schulte, Karl-Werner/Schäfers, Wolfgang:** Immobilienökonomie als wissenschaftli-  
che Disziplin, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): *Immobilienökonomie – Band I: Be-  
triebswirtschaftliche Grundlagen*, 3. vollständig überarbeitete und erwei-  
terte Auflage, München 2005, S. 49–70.

**Schulte, Karl-Werner/Sotelo, Ramon:** Deutsche REITs – Möglichkeiten und Voraussetzungen einer Realisierung, in: Zeitschrift für Immobilienökonomie, 3. Jg., Nr. 2, 2004, S. 31–46.

**Schulte, Karl-Werner:** Die Immobilienökonomie als interdisziplinäres Lehr- und Forschungskonzept, in: Zeitschrift für Immobilienökonomie, 1. Jg., Nr. 1, 2002, S. 8–14.

**Schulte, Karl-Werner:** IAS/IFRS Immobilienbewertung und -rechnungslegung – Es wird internationaler, in: Immobilien Zeitung, Nr. 26, 22.12.2003, S. 10.

**Schulte, Karl-Werner:** Internationalisierung der Immobilienbewertung, in: Der Sachverständige, 30. Jg., Nr. 3, 2003, S. 50–51.

**Schulte, Karl-Werner:** Real Estate Investment Trust – Europa braucht den Euro-Reit, in: Immobilienwirtschaft, 5. Jg., Nr. 3, 2006, S. 28–29.

**Schulte, Karl-Werner:** Rechtsordnung und Immobilienökonomie, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Immobilienökonomie – Band II: Rechtliche Grundlagen, München 2001, S. 1–54.

**Schulte, Karl-Werner:** Stellungnahme zum Diskontierungszinssatz bei der DCF Bewertung des Immobilienbestandes der Deutsche Wohnen AG nach IAS 40, Quelle: IREBS Institut für Immobilienwirtschaft, 2007.

**Schulte, Karl-Werner:** Stimmen zum deutschen Reit-Gesetz, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 92, 20.04.2007, S. 43.

**Schulz-Kleeßen, Wolf-Eberhard:** Bericht aus Dublin: TEGoVA-Vollversammlung, in: Der Sachverständige, 29. Jg., Nr. 6, 2002, S. 161.

**Schulz-Kleeßen, Wolf-Eberhard:** Entwicklung der Immobilienbewertung in Deutschland, in: Der Sachverständige, 28. Jg., Nr. 1, 2001, S. 11.

**Schulz-Kleeßen, Wolf-Eberhard:** Neue Regeln für die Bewertung von Immobilien in Europa, in: Der Sachverständige, 28. Jg., Nr. 1, 2001, S. 10.

**Schumann, Berit:** EUROPEAN VALUATION STANDARDS – Red Book versus Blue Book versus Ertragswertverfahren, in: Immobilien Zeitung, Nr. 20, 02.10.2003, S. 17.

**Siegesmund, Rudolf:** Angelsächsisch ist nicht international – Deutsche Sachverständige kontra britische Bewerter, in: Immobilien Zeitung, Nr. 1, 13.01.2000, S. 8.

**Simon, Jürgen/Kleiber, Wolfgang:** Schätzung und Ermittlung von Grundstückswerten – eine umfassende Darstellung der Rechtsgrundlagen und praktischen Möglichkeiten einer zeitgemäßen Verkehrswertermittlung, 7. überarb. und erw. Aufl., Neuwied 1996.

**Simon, Jürgen:** Berücksichtigung von Leerständen und sonstigen Abweichungen vom Normalfall, in: Grundstücksmarkt und Grundstückswert, 14. Jg., Nr. 5, 2003, S. 273–281.

**Simon, Jürgen:** Europäische Standards für die Immobilienbewertung, in: Grundstücksmarkt und Grundstückswert, 11. Jg., Nr. 3, 2000, S. 134–141.

**Simon, Jürgen:** Internationale Bewertungsstandards, in: Grundstücksmarkt und Grundstückswert, 17. Jg., Nr. 5, 2006, S. 270–281.

**Simon, Jürgen:** Probleme mit dem Ertragswertverfahren, in: Grundstücksmarkt und Grundstückswert, 6. Jg., Nr. 4, 1995, S. 229–231.

**Simon, Jürgen:** Quo Vadis? – Deutsche Verfahren der Grundstückwertermittlung auf dem Prüfstand, in: Grundstücksmarkt und Grundstückswert, 7. Jg., Nr. 3, 1996, S. 134–143.

**Simon, Jürgen:** Wertermittlung eines Mietwohngrundstücks unter Anwendung verschiedener Wertermittlungsverfahren, in: Grundstücksmarkt und Grundstückswert, 15. Jg., Nr. 2, 2004, S. 108–112.

**Sommer, Goetz:** Renditeprognosen und Kennzahlen in der Ertragswertermittlung, in: Der Sachverständige, 30. Jg., Nr. 4, 2003, S. 92–95.

**Sommer, Goetz:** Zur Irrationalität des Sachwertverfahrens, in: Grundstücksmarkt und Grundstückswert, 9. Jg., Nr. 4, 1998, S. 215–217.

**Stannigel, Hellmut:** Beleihungswert und Beleihungsgrenze von Immobilien im Blickfeld des Kreditprüfers, in: Grundstücksmarkt und Grundstückswert, 2. Jg., Nr. 5, 1991, S. 244–245.

**Steiner, Simon:** Deutsche Börse führt den "RX REIT Index" für Reits ein, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 88, 16.04.2007, S. 23.

**Stroh, Thomas W./Archner, Gernot:** Der Markt ist die Benchmark, in: Immobilien Manager, 14. Jg., Nr. 6, 2004, S. 23–25.

**Stroh, Thomas W.:** Aktuelle Bewertungsfragen Offener Immobilienfonds, in: Immobilien & Finanzierung, 55. Jg., Nr. 13, 2004, S. 410–413.

**Stroh, Thomas W.:** Werte und Gegenwerte, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 29, 04.02.2005, S. 41.

**Sturm, Rüdiger:** Kostenrechnung, München 2005.

**TEGoVA:** A step to increased transparency in European real estate business – Approved by TEGoVA, Quelle: TEGoVA, 2005.

**TEGoVA:** Certification, <<http://www.tegova.org/cert/cert.html>>, 17.03.2005.

**TEGoVA:** European Valuation Standards 2003, Fifth Edition, London 2003.

**TEGoVA:** TEGoVA im Kurzportrait, <<http://www.TEGoVA.de>>, 17.03.2005.

**Thomas, Matthias:** Income Approach versus Ertragswertverfahren (Teil 1), in: Grundstücksmarkt und Grundstückswert, 6. Jg., Nr. 1, 1995, S. 35–38.

**Thomas, Matthias:** Income Approach versus Ertragswertverfahren (Teil 2), in: Grundstücksmarkt und Grundstückswert, 6. Jg., Nr. 2, 1995, S. 82–90.

**Trifonov, Nikolai:** The Practice of Appraisal in Transition Economies, in: The Appraisal Journal, Vol. 70, No. 2, 2002, S. 132–134.

**Trotz, Raymond:** Anforderungen an die Immobilienbewertung werden weiter wachsen, in: Immobilien & Finanzierung, 53. Jg., Nr. 16, 2002, S. 501–502.

**Trotz, Raymond:** Chancen- und Risikoprofile für Immobilien durch ein Markt- und Objekt-Rating, in: Immobilien & Finanzierung, 54. Jg., Nr. 4, 2003, S. 118–121.

**Trotz, Raymond:** Marktgerechte Bewertung von Immobilien, in: Immobilien & Finanzierung, 53. Jg., Nr. 5, 2002, S. 139–141.

**Tse, Raymond Y.C.:** Real Estate Values in China – Lessons of the Late 1990s, in: The Appraisal Journal, Vol. 70, No. 1, 2002, S. 21–27.

**Turner, John/White, Darron:** Internationale Märkte verlangen internationale Verfahren / Teil 1 – Teil 1, in: Immobilien Zeitung, Nr. 20, 23.09.1999, S. 27.

**Turner, John/White, Darron:** Internationale Märkte verlangen internationale Verfahren / Teil 2 – Teil 2, in: Immobilien Zeitung, Nr. 21, 07.10.1999, S. 12.

**Ulrich, Peter/Hill, Wilhelm:** Wissenschaftstheoretische Aspekte ausgewählter betriebswirtschaftlicher Konzeptionen, in: Raffée, Hans/Abel, Bodo (Hrsg.): Wissenschaftstheoretische Grundfragen der Wirtschaftswissenschaften, München 1979, S. 161–190.

**UNCTAD:** Trade and Development Report 2004, Quelle: United Nations Conference on Trade and Development – Trade and Development Report 2004, 2004.

**UNCTAD:** World Investment Report 2004, Quelle: United Nations Conference on Trade and Development – World Investment Report 2004, 2004.

**Unterreiner, Frank Peter:** Für das Ertragswertverfahren – Aussagekraft der Prognosen und Unabhängigkeit der Gutachter wichtig, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 59, 10.03.2006, S. 5.

**Unterreiner, Frank Peter:** Was ist ein Quadratmeter?, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 228, 30.09.2005, S. 18.

**Vella, Joseph J./Hackett, Lee P.:** The Madison Agreement – Moemorandum of Understanding Between The International Valuation Standards Committee and The Appraisal Foundation, Quelle: <http://www.ivsc.org> – International Valuation Standards Committee, 2006.

**Vella, Joseph J.:** Key to Success: a profession speaking with a united voice, in: Canadian Appraiser, Vol. 49, No. 1, 2005, S. 30–33.

**Vella, Joseph J.:** Valuation Guidance for Financial Reporting, Quelle: International Valuation Standards Committee – Invitation to Comment, 2007.

**Verband Deutscher Hypothekenbanken:** Jahresbericht 2003, Quelle: Verband Deutscher Hypothekenbanken, 2005.

**Verband Deutscher Hypothekenbanken:** Jahresbericht 2004, Quelle: Verband Deutscher Hypothekenbanken, 2005.

**Verband Deutscher Pfandbriefbanken:** Jahresbericht 2005, Quelle: Verband Deutscher Pfandbriefbanken, 2006.

**Verband Deutscher Pfandbriefbanken:** Jahresbericht 2006, Quelle: Verband Deutscher Pfandbriefbanken, 2007.

**Vereinte Nationen:** ECOSOC Resolution 1996/31,  
[<http://www.un.org/documents/ecosoc/res/1996/eres1996-31.htm>](http://www.un.org/documents/ecosoc/res/1996/eres1996-31.htm),  
14.03.2005.

**Vogel, Roland R.:** "Blue Book" ausgereift und anwendbar? – Stellungnahme des BVS zum Stand der Diskussion um Europäische Bewertungsstandards, in: Grundstücksmarkt und Grundstückswert, 11.Jg., Nr. 6, 2000, S. 369–371.

- Vogel, Roland R.**: Angelsächsische Investitionsverfahren und marktorientierte Verkehrswertermittlung in Deutschland, in: *Grundstücksmarkt und Grundstückswert*, 11. Jg., Nr. 4, 2000, S. 202–209.
- Wagenhofer, Alfred**: Internationale Rechnungslegungsstandards – IAS / IFRS, 5., überarbeitete und erweiterte Auflage, Frankfurt am Main 2005.
- Walbröhl, Victoria**: Die Immobilienanlageentscheidung im Rahmen des Kapitalanlagenmanagements institutioneller Anleger – eine Untersuchung am Beispiel deutscher Lebensversicherungsunternehmen und Pensionskassen, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): *Schriften zur Immobilienökonomie* – Band 15, Köln 2001.
- Walch, Stefan**: Nachhaltige Miete, in: *Grundstücksmarkt und Grundstückswert*, 16. Jg., Nr. 6, 2005, S. 357–359.
- Walter, Melanie**: Der Liegenschaftszins - wird er überhaupt ermittelt?, in: *Grundstücksmarkt und Grundstückswert*, 11. Jg., Nr. 1, 2000, S. 6–7.
- Weber, Ernst/ Baumunk, Henrik**: *IFRS Immobilien – Praxiskommentar der wesentlichen immobilienrelevanten International Financial Reporting Standards*, München 2005.
- Weber, Ernst/ Baumunk, Henrik**: Portfoliomangement – Steuerung von Immobilienbeständen über Zielrenditen, in: *Immobilien Zeitung*, Nr. 25, 06.12.2001, S. 10.
- Weinstein, Elliott W./ Skoinik, Martin A.**: The Need for Appraisal Company Standards, in: *The Appraisal Journal*, Vol. 65, No. 3, 1997, S. 275–278.
- Werth, Alfred**: Vom Verkehrswert unabhängige Beleihungswerte im Blickfeld der Europäischen Union, in: *Grundstücksmarkt und Grundstückswert*, 9. Jg., Nr. 5, 1998, S. 257–266.
- White, Darron/ Turner, John/ Jenyon, Bruce/ Lincoln, Nicole**: *Internationale Bewertungsverfahren für das Investment in Immobilien*, Wiesbaden 1999.
- Wiktorin, Anne**: Fonds jagen nach Wohnungspaketen, in: *Handelsblatt*, Nr. 35, 20.02.2005, S. 37.
- Wiktorin, Anne**: Münchener Mieter zahlen für mehr Bürofläche, als sie tatsächlich nutzen können – Büromietfläche - 100 qm nicht überall gleich groß, in: *Handelsblatt*, Nr. 67, 04.04.2003, S. 19.

- Wincott, D. Richard:** The Myth of Three Independent Approaches to Value, in: Real Estate Issues, Vol. 26, No. 2, 2001, S. 16–21.
- Witherell, Bill:** The Roles of Market Discipline and Transparency in Corporate Governance Policy, Quelle: OECD, 2003.
- Wöhe, Günter:** Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 18. überarb. und erw. Aufl., München 1993.
- Wolverton, Martin L./Gallimore, Paul:** A Cross-Cultural Comparison of the Appraisal Profession, in: The Appraisal Journal, Vol. 67, No. 1, 1999, S. 47–56.
- Wong, Kin Chee:** The Evolution of Land Valuation in China, in: The Appraisal Journal, Vol. 66, No. 1, 1998, S. 1–5.
- Worzala, Elaine/Bernasek, Alexandra:** European Economic Integration and Commercial Real Estate Markets – An Analysis of Trends in Market Determinants, in: Journal of Real Estate Research, Vol. 11, No. 2, 1996, S. 159–182.
- Wüster, Eugen:** Einführung in die allgemeine Terminologielehre und terminologische Lexikographie, 3. Auflage, Bonn 1991.
- Zaugg, Daniel/Krämer, Christian:** IFRS-Jahresabschlüsse von Immobiliengesellschaften – Problematik der internationalen Vergleichbarkeit, in: Der Schweizer Treuhänder, 81. Jg., Nr. 1, 2007, S. 69–76.
- Zeppernick, Ralf:** Wie wird die Globalisierung heute beurteilt? – Ein Beitrag zu einer "rationaleren" Diskussion, in: Zukunftsforum Politik, 4. Jg., Nr. 52, 2003, S. 1–54.
- Zimmermann, Peter/Heller, Robert E.:** Der Verkehrswert von Grundstücken, München 1995.
- Zimmermann, Peter:** Der Pflegefall Sachwertverfahren - geht es ihm nun eigentlich besser?, in: Der Sachverständige, 30. Jg., Nr. 10, 2003, S. 284–292.
- Zimmermann, Peter:** Marktabschläge bei der Bewertung eines Grundstücks wegen Vermietung?, in: Der Sachverständige, 30. Jg., Nr. 3, 2003, S. 66–72.
- Zülch, Henning:** Bilanzierung von Investment Properties und Sachanlagevermögen unter Berücksichtigung latenter Steuern – Eine Fallstudie zur Anwendung von IAS 16 und IAS 40, in: Zeitschrift für internationale und kapitalmarktorientierte Rechnungslegung, 6. Jg., Nr. 11, 2006, S. 698–703.

**Zurhorst, Jörg:** Internationale Bewertungsverfahren: "Es ist höchste Zeit für einheitliche Standards" – Methodische Unterschiede können zu abweichenden Bewertungsergebnissen führen, in: Immobilien Zeitung, Nr. 23, 04.11.1999, S. 12.



**BISHER IN DIESER REIHE ERSCHIENEN:**

- Band 1** Stephan Bone-Winkel  
**Das strategische Management von offenen Immobilienfonds**  
unter besonderer Berücksichtigung der Projektentwicklung von  
Gewerbeimmobilien  
ISBN 978-3-932687-15-0
- Band 2** Matthias Thomas  
**Die Entwicklung eines Performanceindexes für den  
deutschen Immobilienmarkt**  
ISBN 978-3-932687-23-5
- Band 3** Wolfgang Schäfers  
**Strategisches Management von Unternehmensimmobilien**  
Bausteine einer theoretischen Konzeption und Ergebnisse einer  
empirischen Untersuchung  
ISBN 978-3-932687-24-2
- Band 4** Daniela Kirsch  
**Public Private Partnership**  
Eine empirische Untersuchung der kooperativen Handlungsstrategien in  
Projekten der Flächenerschließung und Immobilienentwicklung  
ISBN 978-3-932687-27-3
- Band 5** Sven-Eric Ropeter  
**Investitionsanalyse für Gewerbeimmobilien**  
ISBN 978-3-932687-30-3
- Band 6** Gerrit Leopoldsberger  
**Kontinuierliche Wertermittlung von Immobilien**  
ISBN 978-3-932687-28-0
- Band 7** Kerstin Hiska Brade  
**Strategischer Marketing-Planungsprozeß für Büroimmobilien**  
ISBN 978-3-932687-34-1
- Band 8** Björn Isenhofer  
**Strategisches Management von Projektentwicklungsunternehmen**  
ISBN 978-3-932687-35-8
- Band 9** Christoph Buse  
**Strategisches Management von industrieverbundenen  
Wohnungsunternehmen**  
ISBN 978-3-932687-39-6
- Band 10** Nicole Vaaßen  
**Gewerbliches Immobilienleasing**  
Eine quantitative und qualitative Analyse aus Sicht des Leasingnehmers  
ISBN 978-3-932687-40-2
- Band 11** Arno Väth  
**Die Grundstücks-Investmentaktiengesellschaft als Pendant zum REIT**  
Entwicklung einer Konzeption auf der Basis der KAGG-Novelle '98  
ISBN 978-3-932687-41-9
- Band 12** Petra Straßheimer  
**Internationales Corporate Real Estate Management**  
Implikationen der Internationalisierung von Unternehmen auf das betriebliche  
Immobilienmanagement  
ISBN 978-3-932687-51-8

- Band 13** Markus Hens  
**Marktwertorientiertes Management von Unternehmensimmobilien**  
ISBN 978-3-932687-52-5
- Band 14** Barbara Pierschke  
**Die organisatorische Gestaltung des betrieblichen Immobilienmanagements**  
ISBN 978-3-932687-71-6
- Band 15** Victoria Walbröhl  
**Die Immobilienanlageentscheidung im Rahmen des Kapitalanlagemanagements institutioneller Anleger – eine Untersuchung am Beispiel deutscher Lebensversicherungsunternehmen und Pensionskassen**  
ISBN 978-3-932687-78-5
- Band 16** Ramon Sotelo  
**Ökonomische Grundlagen der Wohnungspolitik**  
ISBN 978-3-932687-80-8
- Band 17** Marcel Crommen  
**Finanzierung von Unternehmensimmobilien**  
Eine Shareholder Value-orientierte Analyse  
ISBN 978-3-932687-79-2
- Band 18** Marcus Cieleback  
**Bausparen und Optionstheorie**  
ISBN 978-3-932687-86-0
- Band 19** Antje Schulz-Eickhorst  
**Die Bauherren-Architeken-Beziehung**  
– eine institutionenökonomische Problemanalyse mit Lösungsansätzen  
ISBN 978-3-932687-87-7
- Band 20** Jeannette Werner  
**Die Besteuerung von Gewerbeimmobilien in Europa**  
Effektive Steuerbelastung und Steuerbeständigkeit in einem Fünf-Länder-Vergleich.  
ISBN 978-3-932687-88-4
- Band 21** Irene Hagemeier  
**Der Einsatz staatlicher Instrumente in der Wohnungs- und Bodenpolitik des 20. Jahrhunderts**  
Deutschland, Spanien, Schweden und die USA im Vergleich  
ISBN 978-3-932687-95-2
- Band 22** Ludwig Vogel  
**Projektentwicklung von Factory Outlet Centern**  
– eine akzeptanztheoretische Untersuchung  
ISBN 978-3-932687-97-6
- Band 23** Felix Iblher  
**Internetbasierte Immobilienfinanzierung**  
Auswirkungen des Electronic Business auf die Finanzierung privater Wohnimmobilien  
ISBN 978-3-932687-96-9
- Band 24** Jan Gerhard  
**Immobilienportfoliomanagement mit Immobilienindex-Derivaten**  
– eine kritische Analyse und Bewertung der Einsatzmöglichkeiten immobilienindexbasierter Finanzinstrumente auf dem deutschen Markt.  
ISBN 978-3-932687-98-3

- Band 25** Pamela Busz  
**Seniorenimmobilien als Investitionsobjekte**  
– Entwicklung und empirische Analyse eines Beurteilungsmodells  
ISBN 978-3-89984-106-0
- Band 26** Carsten Fischer  
**Projektentwicklung: Leistungsbild und Honorarstruktur**  
ISBN 3-89984-114-5
- Band 27** Christian Ecke  
**Strategisches Immobilienmanagement der öffentlichen Hand**  
ISBN 978-3-89984-119-0
- Band 28** Ira Blumenthal  
**Anforderungen an ein Marketingkonzept für Facilities-Management-Dienstleistungsunternehmen**  
– Ein Vergleich zwischen Theorie und Empirie  
ISBN 978-3-89984-120-6
- Band 29** Nico Rottke  
**Investitionen mit Real Estate Private Equity**  
– Herleitung eines anreizkompatiblen Beteiligungsmodells unter Berücksichtigung der Transaktionskosten- und Agency-Theorie  
ISBN 978-3-89984-126-8
- Band 30** Christoph Pitschke  
**Die Finanzierung gewerblicher Immobilien-Projektentwicklungen unter Basel II**  
ISBN 978-3-89984-125-1
- Band 31** Martin Wernecke  
**Büroimmobilienzyklen**  
ISBN 978-3-89984-131-2
- Band 32** Frank J. Matzen  
**Unternehmensbewertung von Wohnungsbauunternehmen**  
ISBN 978-3-89984-138-1
- Band 33** Christian Focke  
**Gewerbeimmobilien-Investments in Polen**  
ISBN 978-3-89984-140-4
- Band 34** Marc Breidenbach  
**Real Estate Securitisation**  
ISBN 978-3-89984-139-8
- Band 35** Sonja Gier  
**Bereitstellung und Desinvestiton von Unternehmensimmobilien**  
ISBN 978-3-89984-153-4
- Band 36** Andrea Pelzeter  
**Lebenszykluskosten von Immobilien**  
– Einfluss von Lage, Gestaltung und Umwelt  
ISBN 978-3-89984-156-5
- Band 37** Kaja Beidatsch  
**Geographic Selection**  
– Auswahl von Zielmärkten im Portfoliomanagement  
ISBN 978-3-89984-157-2

- Band 38** Verena Sturm  
**Erfolgsfaktoren der Revitalisierung von Shopping-Centern**  
– ein Turnaround-Management-Ansatz  
ISBN 978-3-89984-159-6
- Band 39** Matthias Zimmermann  
**Projektentwicklung im Immobilienbestand**  
ISBN 978-3-89984-160-2
- Band 40** Christoph Holzmann  
**Entwicklung eines Real Estate Confidence Indicator zur kurzfristigen Konjunkturprognose auf Immobilienmärkten**  
ISBN 978-3-89984-158-9
- Band 41** Christian Kolb  
**Corporate Governance bei deutschen Immobilienkapitalgesellschaften**  
ISBN 978-3-89984-164-0
- Band 42** Christian Flüshöh/Daria Stottrop  
**Büroflächenbestand – Grundlagen, Daten und Methoden**  
ISBN 978-3-89984-166-4
- Band 43** Philip Boll  
**Investitionen in Public Private Partnership-Projekte im öffentlichen Hochbau unter besonderer Berücksichtigung der Risikoverteilung**  
Eine theoretische und empirische Untersuchung der Anforderung privater Investoren  
ISBN 978-3-89984-177-0
- Band 44** Philip Hofmann  
**Immobilien-Projektentwicklung als Dienstleitung für institutionelle Auftraggeber**  
ISBN 978-3-89984-178-1
- Band 45** Kilian Mahler  
**Logistikimmobilien: Optimierung des Investment- und Logistikerfolges**  
ISBN 978-3-89984-187-9
- Band 46** Nicolai Gerstner  
**Entscheidungsprozesse in Unternehmen bei der Anmietung von Büroimmobilien**  
ISBN 978-3-89984-194-7
- Band 47** Philipp Naubereit  
**Harmonisierung internationaler Immobilienbewertungsansätze**  
ISBN 978-3-89984-188-6
- Band 48** Markus Staiber  
**Immobilienbewertung in der Kreditwirtschaft**  
Vorschläge zur Prozessoptimierung  
ISBN 978-3-89984-201-2
- Band 49** Tobias Pfeffer  
**Performance of REITs**  
A Sector- and Company-based Analysis of Links and Time Lags between Real Estate Market Cycles, Earnings, and Pricing of REITs  
ISBN 978-3-89984-189-3