

## Entscheidungsgrundlage für eine Immobilieninvestition ab Plan

# Bewertung von Immobilienprojekten

Der Erwerb von Bestandesimmobilien erfüllt im heutigen Marktumfeld nur noch bescheidene Renditeerwartungen. Höher liegen die Renditen bei Immobilienprojekten. Dafür sind auch die Risiken höher und es gilt eine Entscheidung zu treffen ohne gesichertes Wissen.

Beim Erwerb einer Bestandesliegenschaft weiss der Investor, auf was er sich einlässt: Es gibt bestehende Mietverträge und die Auswertung der Liegenschaftsabrechnungen vergangener Jahre zeigt, wie sich die Erträge, Leerstände und Aufwendungen entwickelt haben. Im Gegensatz dazu steht der Investor beim Erwerb eines Immobilienprojekts vor zahlreichen Unsicherheiten:

### Wohnungsmarkt

Entspricht der geplante Wohnungsmix der Nachfrage im entsprechenden Ort/Quartier? Ein Vergleich mit dem statistischen Wohnungsbestand kann weiterhelfen. Was bedeutet es aber, wenn im Quartier überdurchschnittlich viele Familienwohnungen bestehen? Ist die Schlussfolgerung, dass es sich um eine beliebte Wohnlage für Familien handelt und entsprechend im Projekt vor allem 4- und 5-Zimmerwohnungen gute Aussichten haben? Oder lässt sich umgekehrt daraus schliessen, dass das Quartier bisher zu wenige Kleinwohnungen aufwies und das Projekt vor allem kleinere Wohnungen bieten sollte? Eine Marktanalyse kann diese Fragen beantworten.

### Architektur

Ist der Wohnungsmix geklärt, sind die projektierten Wohnungsgrundrisse auf Ihre Qualitäten zu überprüfen: Stimmt die Funktionalität, die Lichtführung, ist der Aussenraum attraktiv, sind die Zimmer gut zu möblieren? Natürlich sind diese Qualitätsmerkmale umso besser erfüllt, je grosszügiger die Wohnungen konzipiert sind. Nur leidet bei einseitiger Fokussierung auf die Architektur die Rentabilität.

Wichtig ist die Frage, ob die Grundrisse auch effizient sind. Eine grössere Wohnfläche bedeutet nicht eine entsprechende lineare Zunahme des Marktmietwerts. Es ist das Optimum zwischen guter Architektur und marktauglicher Wohnungsfläche anzustreben. Ertragslos sind die Verkehrsflächen (Treppenhäuser, Aufzüge), die Minimierung derselben darf aber nicht zu Lasten der Rollstuhlgängigkeit, der Belichtung und der Anforderungen der Feuerpolizei gehen.

Wichtig ist die Frage, ob die Grundrisse auch effizient sind. Eine grössere Wohnfläche bedeutet nicht eine entsprechende lineare Zunahme des Marktmietwerts. Es ist das Optimum zwischen guter Architektur und marktauglicher Wohnungsfläche anzustreben. Ertragslos sind die Verkehrsflächen (Treppenhäuser, Aufzüge), die Minimierung derselben darf aber nicht zu Lasten der Rollstuhlgängigkeit, der Belichtung und der Anforderungen der Feuerpolizei gehen.

### Marktmieten

Die Tabelle zeigt, dass die Mietpreise pro Quadratmeter Wohnfläche mit zunehmender Wohnungsgrösse abnehmen. Allerdings kann in Gebieten mit einem Über- oder Unterangebot einer bestimmten Wohnungskategorie dieser Zusammenhang nicht immer nachgewiesen werden. Hingegen zeigt sich ein ähnliches Bild, wenn beispielsweise kleine 3-Zimmerwohnungen mit grösseren 3-Zimmerwohnungen verglichen werden: je grösser die Wohnfläche, desto kleiner der Preis pro Quadratmeter bei gleichen übrigen Qualitätsmerkmalen wie Lage im Gebäude, Anzahl Sanitärräume oder Komfortstufe der Küche.

Selbst wenn die Zusammenhänge gemäss der Tabelle beachtet werden, können die

Mietwerte weiter voneinander abweichen: Die gleiche Wohnung hat im obersten Geschoss einen höheren Mietwert als in den unteren Geschossen. Wenn sich zusätzlich die Besonnung unterscheidet, sind die Mietwerte auch hier unterschiedlich. Die möglichen Mietwerte sind pro Wohnung einzeln zu schätzen. Wer voreilig eine einheitliche m<sup>2</sup>-Benchmark ansetzt, läuft Gefahr, dass einzelne Wohnungen zu günstig, andere zu teuer angeboten werden.

### Erstvermietung

Es gilt die Absorption des neuen Angebotes zu prognostizieren und in der Bewertung zu modellieren. Wie erfolgreich verläuft die Erstvermietung, wie rasch nach der Erstvermietung setzen die Fluktuationbewegungen ein? In dieser Phase wird es sich zeigen, ob der Wohnungsmix und die Differenzierung der Erstvermietungspreise dem Markt entsprechen oder ob Fehlentscheide getroffen wurden.

### In Kürze

- > Immobilienprojekte bergen viele Unsicherheiten
- > Detaillierte Abklärungen und Kalkulationen sind zwingende Voraussetzungen für eine Investition

### Eigentümerkosten

Weiter ist eine Prognose abzugeben, wie sich die Eigentümerkosten im Zeitablauf entwickeln. Meistens fallen in den ersten Jahren keine oder nur äusserst geringe Instandhaltungskosten an, weil noch die Garantiefrieten laufen. Dafür sind die Heiz- und Nebenkosten der noch nicht vermieteten Wohnungen durch den Eigentümer zu tragen, auch ist in der Erstvermietungsphase mit erhöhten Vermietungs-

### Autor

**Daniel Lehmann**  
Dipl. Architekt FH und  
Immobilienbewerter  
mit eidg. FA  
Partner der  
Swiss Valuation Group



kosten zu rechnen. Hingegen liegen die künftigen Instandsetzungskosten in ferner Zukunft, es dauert mehrere Jahrzehnte, bis grössere Kosten anfallen. Dennoch ist die Instandsetzungsrate in die Berechnung einzubeziehen. Hier besteht ein erheblicher Ermessensspielraum mit entsprechender Auswirkung auf das Bewertungsergebnis, je nach gewählten Renovationskosten und -zyklen.

### Zinssatz

Die Wahl eines risikogerechten Zinssatzes ist einer der schwierigsten Entscheidungen in der Bewertung. Je grösser das eingegangene Risiko ist, desto höher muss der Zinssatz gewählt werden. Umgekehrt darf bei geringen Risiken mit einem vergleichsweise tiefen Zinssatz diskontiert werden. Nicht zu vergessen ist, dass Immobilien reale Anlagen darstellen und folglich der einzusetzende Zinssatz ein Realzins ist. Das bedeutet, dass der Zinssatz neben der Verzinsung der Investition auch die Wertentwicklung der Anlage widerspiegeln sollte.

### Bewertungsergebnis

Sind alle oben beschriebenen Einflussfaktoren adäquat gewählt worden, resultiert der Ertragswert. Im Immobilienbewertungswesen hat sich die Darstellung des Ertragswertes in einer DCF-Tabelle etabliert. Der Vorteil der DCF-Darstellung liegt darin, dass die gewählten Annahmen im Zeitablauf modelliert werden können. Das Beispiel in der zweiten Tabelle zeigt, dass der Bewertungsexperte eine verzögerte Aufnahme der Mietobjekte durch den Markt angenommen und entsprechend bei den Betriebskosten erhöhte Beträge modelliert hat. Nach der erwarteten Vollvermietung in drei Jahren werden keine Auffälligkeiten mehr angenommen und die Zahlungsströme können konstant in die zweite Phase (Exit) übertragen werden.

### Bieterverfahren

Der geschätzte Ertragswert sollte möglichst wenig vom Erwerbspreis abweichen. Zum Erwerbspreis kommen in aller Regel auch noch Handänderungskosten

dazu. Daher müssen in einem Bieterverfahren möglicherweise Bewertungsvarianten mit leicht differenzierten Annahmen durchgerechnet werden, um die Unsicherheiten einzuzugrenzen (Sensitivitätsanalyse). In einer besseren Bieterposition sind Entscheidungsgremien, denen ein gewisser Ermessensspielraum zusteht, so dass sie ein Kaufangebot einreichen dürfen, das um einen definierten Bereich vom Bewertungsergebnis abweicht.

### Plausibilitätskontrolle

Wenn der Angebotspreis des Entwicklers wesentlich tiefer liegt (mehr als 10 Prozent) als das Ergebnis der Ertragswertbewertung, dann hat fast sicher jemand falsch gerechnet. Wäre es nämlich möglich, den Landerwerb und Neubau einer Immobilienanlage zu tieferen Kosten realisieren zu können als der resultierende Ertragswert, dann steigen am Markt sofort die Landerwerbspreise an. Die Angebote der Entwickler würden in der Folge zwangsläufig höher ausfallen müssen. ■

Mietpreise in Abhängigkeit der Wohnungsgrösse							
Anzahl Zimmer	1-Zimmer	2-Zimmer	3-Zimmer	4-Zimmer	5-Zimmer	6-Zimmer und mehr	insgesamt
Durchschnittliche Quadratmeterpreise in Franken pro Jahr	223	182	164	157	155	141	168
Durchschnittliche Wohnfläche in m <sup>2</sup>	37	59	78	99	128	167	85

Quelle: Bundesamt für Statistik, Mietpreis-Strukturerhebung 2003, Durchschnittswerte für die gesamte Schweiz, Wohnungsbestand aller Alterskategorien

Fiktives Beispiel einer Projektbewertung in einer DCF-Tabelle (reales Bewertungsmodell)						
Wohnung	HNF	CHF/HNF	CHF/Mt	CHF/a	Anzahl	Ertrag
2-Zimmer	60	280	1400	16 800	18	302 400
3-Zimmer	75	256	1600	19 200	12	230 400
4-Zimmer	95	240	1900	22 800	8	182 400
5-Zimmer	115	230	2200	26 400	4	105 600
					<b>42</b>	<b>820 800</b>
erwartete Rendite	4.00%					
Jahr	1	2	3	4	5	Exit
Ertrag (SOLL)	820 800	820 800	820 800	820 800	820 800	820 800
Ausfälle	-320 000	-120 000	-20 000	-10 000	-10 000	-10 000
Ertrag (IST)	500 800	700 800	800 800	810 800	810 800	810 800
Betriebskosten	80 000	70 000	65 000	60 000	60 000	60 000
Instandhaltung	0	0	30 000	30 000	30 000	50 000
Instandsetzung						80 000
<b>Cash Flow</b>	<b>420 800</b>	<b>630 800</b>	<b>705 800</b>	<b>720 800</b>	<b>720 800</b>	<b>620 800</b>
Wert Exit						15 520 000
Diskont	0.962	0.925	0.889	0.855	0.822	0.822
Discounted Cash Flow	404 615	583 210	627 454	616 143	592 445	12 756 309
<b>Projektwert</b>	<b>15 580 000</b>					