

IMMOBILIEN ZEITUNG

FACHZEITUNG FÜR DIE IMMOBILIENWIRTSCHAFT

Ein Beitrag aus der Immobilien Zeitung Nr. 25 vom 28.6.2007

SERIE WERTERMITTLUNGSVERFAHREN, TEIL 11

Investoren kalkulieren mit Hilfe des Residualwerts

Bevor Bauträger oder Investoren Baugrundstücke erwerben, müssen sie wissen, wie viel Kapital sie für den Grundstückskauf ausgeben dürfen, damit sich ihre Investition überhaupt noch lohnt. IZ-Gastautor Birger Ehrenberg zeigt, wie im Zuge einer „Rückwärtsrechnung“ der so genannte Residualwert eines Grundstücks ermittelt werden kann.

Das Residualwertverfahren ist eine Kombination aus den normierten Bewertungsverfahren, die in der Wertermittlungsverordnung (WertV) geregelt sind. Die Anwendung des Residualwertverfahrens ermöglicht Projektentwicklern und Bauträgern, den Preis eines Grundstücks als Restwert in einem Abzugsverfahren zu berechnen. Daher wird das Verfahren auch Restwert- bzw. Bauträgermethode genannt. Der daraus ermittelte Residualwert stellt aus Sicht des Entwicklers die Preisobergrenze für ein Grundstück dar, für die sich eine Investition überhaupt noch rentiert.

Als Ausgangsgröße der Berechnung dient der zu erwartende Verkaufspreis des Projekts, von dem die angemessenen Kosten unter anderem für die Herstellung, Finanzierung und Vermarktung subtrahiert werden. Der prognostizierte Wert des geplanten Projekts wird mittels Vergleichswertverfahren (z.B. beim beabsichtigten Verkauf von Eigentumswohnungen) oder Ertragswertverfahren (z.B. beim beabsichtigten Verkauf eines Investmentobjekts) bestimmt. Die abzuziehenden Kosten werden in Anlehnung an das Sachwertverfahren kalkuliert.

Außerdem wird das Residualwertverfahren in folgenden Fällen angewandt:

- für die Bodenwertermittlung in dicht bebauten Städten, in denen Vergleichskaufpreise baureifer Grundstücke nicht zur Verfügung stehen,
- zur Berechnung der Rentabilität einer Investition, falls das Grundstück bereits im Eigentum des Investors steht,
- bei einem im Eigentum des Investors befindlichen Grundstück zur Berechnung der noch tragfähigen Baukosten, wobei die wirtschaftliche Verwendungsfähigkeit

des Grundstücks nach der Bebauung bekannt sein muss

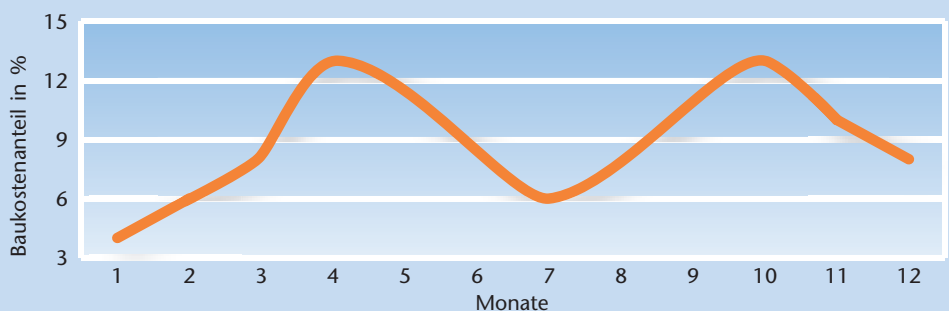
- sowie zur Wertermittlung für Rohbauland, bei welcher der Wert aus baureifen Grundstücken abzüglich der Erschließungskosten, Wartezeiten etc. hergeleitet werden kann. (Die Bewertung werdenden Baulands soll an dieser Stelle nicht erläutert werden).

Die Ermittlung des Residualwerts erfolgt schrittweise. Zunächst wird der Ertragswert bzw. Vergleichswert aus der geplanten Bebauung bei Vollvermietung bzw. beim Verkauf abgeleitet. Die Kosten der Grundstücksentwicklung und die Herstellung des Gebäudes samt Nebenanlagen werden im darauf folgenden zweiten Schritt kalkuliert. Des Weiteren werden die Finanzierungskosten der Herstellung, die Vermietungskosten sowie die Vertriebskosten zusammengestellt. Schließlich werden im vierten Schritt die Kosten der Finanzierung des Grundstücks sowie der Verlaufsphase bis zum Projektbeginn erfasst.

Möglichkeiten und Grenzen des Residualwertverfahrens

Alle drei Kostenpositionen werden anschließend vom Ertrags- bzw. Vergleichswert in Abzug gebracht. Die sich daraus ergebende Differenz stellt den Residualwert des Grund und Bodens nach Abgleich mit dem Immobilienmarkt dar (siehe Grafik oben).

Während der Bauphase anfallende Baukosten:
Wellenartiger Kostenverlauf



© Immobilien Zeitung; Quelle: Ehrenberg

Das Residualwertverfahren ist eine Berechnungsmethode zur Ermittlung eines Grenzwerts. Es ist darauf ausgelegt, den höchsten für den Investor noch tragbaren Grundstückspreis auf der Grundlage einer vorausschauenden Investitionsrechnung und Verkehrswertabschätzung abzuleiten. Fordert der Verkäufer des Grundstücks einen höheren Kaufpreis, muss der erwerbwillige Investor aussteigen oder in Kauf nehmen, dass sich sein Unternehmergewinn entsprechend verringert oder ihm die Investition sogar Verluste einbringt. Gelingt es einem erwerbwilligen Investor, einen niedrigeren Kaufpreis auszuhandeln, erhöht sich hingegen sein Unternehmergewinn. Ebenso geht es dem Projektentwickler, dem es gelingt, die Grenzen des Bauplanungsrechts kreativ auszuloten und damit sein Bauvorhaben wirtschaftlich zu optimieren.

Es handelt sich beim Residualwertverfahren also nicht um ein originäres Verfahren der Wertermittlung von Grundstücken, sondern vielmehr um ein Kalkulationsverfahren für Projektentwickler.

Setzt man das Residualwertverfahren zum Beispiel mangels Vergleichspreisen bei der Bodenwertermittlung ein, so ist große Vorsicht geboten. Denn hierbei ist nicht der individuell tragbare Preis gefragt, sondern ein marktüblicher Durchschnittswert. Dies bedeutet, dass alle Parameter (erwartete Erlöse, Kosten etc.) nur mit durchschnittlichen marktüblichen Annahmen kalkuliert werden dürfen. Die Schwierigkeiten bei der Anwendung des Residualwertverfahrens liegen somit nicht in den Berechnungen, sondern in der Ermittlung marktgerechter Eingangsgrößen.

Nicht normiert, sondern „nur“ eine Hilfsmethode

Schon geringe Anpassungen, beispielsweise bei den Baukosten, wirken sich beim Residualwertverfahren ganz erheblich auf das Residuum, den Grundstückswert, aus. Die inhärente

Treffunsicherheit des Residualwertverfahrens war schon im 19. Jahrhundert Gegenstand prozessualer Auseinandersetzungen und wurde vom Bundesgerichtshof in Entscheidungen aus den Jahren 1958 und 1961 bestätigt.

Deswegen hat die höchstrichterliche Rechtsprechung dem Vergleichsverfahren Priorität zugesprochen, wenn es um die Ermittlung von Bodenwerten geht. Das Residualwertverfahren hat in der Bewertungspraxis nur die Be-

deutung einer Hilfsmethode, wenn andere und sicherere Verfahren nicht zur Anwendung kommen können. Nicht zuletzt deshalb gehört das Residualwertverfahren (welches im amerikanischen Schrifttum auch Extraktionsverfahren genannt wird) zu den nicht normierten Verfahren. Es gibt keine allgemein anerkannten Verfahrensgrundsätze, wenngleich die Wertermittlungsrichtlinien es unter besonderen Umständen zulassen.

„Das Residualwertverfahren gehört zur Gruppe der Investitionsrechnungen. Es ist kein Verfahren zur Marktwertermittlung.“

Birger Ehrenberg



BILD: EHRENBURG

Verfeinerung durch Cashflow-Verfahren und Risikoanalyse

Die meistens anzutreffenden einfachen Residualwertverfahren berücksichtigen die Finanzierungskosten nicht in korrekter Art und Weise. Entweder wird die Summe der Baukosten über die halbe Bauzeit oder die Hälfte der Baukosten über den vollen Zeitraum verzinst. Beide Ansätze liefern nur grobe Annäherungswerte, da unterstellt wird, dass die Baukosten während der Bauphase kontinuierlich zunehmen. Da Baukosten sich in Wirklichkeit aber in Form einer horizontalen S-Kurve (siehe Grafik unten) entwickeln – was vorrangig auf die hohen Ausbauposten kurz vor Fertigstellung zurückzuführen ist –, kann bei komplexeren Bauvorhaben alternativ auch die Cashflow-Residualwert-Methode angewandt werden. Die Cashflow-Methode erlaubt es dem Investor, im Verlauf der Entwicklung Änderungen der Eingangsvariablen vorzunehmen, so dass zum Beispiel Abverkäufe, Änderungen in der Zinsstruktur oder Baukostensteigerungen in den Zahlungsströmen erfasst werden können. Dieses dynamische Residualwertverfahren ist natürlich nicht für die Verkehrswertermittlung geeignet, sondern dient vielmehr als Verfeinerung einer Bauträgerkalkulation.

In jedem Fall ist zu kritisieren, dass am Ende stets eine einzige Zahl als Äquivalent für den geschätzten Grundstückswert herauskommt. Dieses Ergebnis kann, aufgrund der beschriebenen Fehleranfälligkeit des Residualwertverfahrens, nicht der „einzige“ mögliche Wert des Grundstücks sein. Wegen der großen Unsicherheiten ist eine tiefgreifende Risikoanalyse notwendig, um die Defizite des Verfahrens ausgleichen zu können. Hierzu stehen verschiedene Verfahren zur Verfügung. Beispielfhaft genannt sei an dieser Stelle die Sensitivitätsanalyse.

Bei der Sensitivitätsanalyse wird die Abhängigkeit des Bodenwerts von zwei Variablen veranschaulicht. Denkbar ist zum Beispiel die Abhängigkeit des Bodenwerts von der Schwankung der Mieteinnahmen oder der Schwankung der Renditeanforderung für das Projekt. Alternativ könnte auch die Abhängigkeit von Baukostenschwankungen dargestellt werden.

Der Residualwert ist kein Verkehrswert

Zusammenfassend bleibt festzuhalten, dass das Residualwertverfahren in erster Linie bei der Ermittlung von Ankaufspreisen für Grundstücke, die noch vor einer baulichen Entwicklung stehen, Anwendung findet. Der ermittelbare Ankaufspreis kann Grundlage für eine Investitionsentscheidung sein, darf jedoch nicht mit einem Verkehrswert verwechselt werden. Für die Ermittlung des Verkehrswertes bebaubarer Grundstücke ist das Vergleichsverfahren das

Berechnung des Residualwerts: Zukünftiger Marktwert muss bekannt sein

Verkehrswert nach vollendeter
Bebauung des Grundstücks



Bau-, Entwicklungs- und Vermarktungs-
kosten einschließlich Unternehmensgewinn



Residuum
(tragfähiger Grundstückswert)

© Immobilien Zeitung; Quelle: Ehrenberg

rechtlich unumstrittene und sauberere Verfahren. Das Residualwertverfahren kann aber zur Plausibilisierung herangezogen werden. Egal in welcher Form es angewandt wird, sinnvoll werden die Ergebnisse erst bei sorgfältiger Ermittlung der jeweiligen Eingangsgrößen. Insbesondere bei der Berechnung der Finanzierungskosten sind Fehler zu vermeiden. Schließlich ist das Ergebnis des Residualwertverfahrens noch mit Hilfe geeigneter Analyseinstrumente zu plausibilisieren. (nik)

Der Autor: Birger Ehrenberg ist öffentlich bestellter und vereidigter Sachverständiger und Mitglied im Sachverständigenverband BIIS. Darüber hinaus ist er im gif-Arbeitskreis Wertermittlung aktiv tätig und Mitglied im Valuation Faculty Board der RICS Deutschland.