

Das Nachhaltigkeitsparadigma und die Auswirkung auf die Bewertung von Immobilien: Gibt es spezifische Nachhaltigkeitsparameter in der Discounted Cash Flow (DCF) Methode?

von Claus Lehner

1. These
2. Die wirtschaftliche Dimension nachhaltiger Gebäude
3. Bewertungssystematik
4. Nachhaltigkeitsparameter in der Discounted Cash Flow Methode
5. Zusammenfassung – Einfluss der Nachhaltigkeitsparameter auf den Fair Value im DCF Modell

1. These

Unter den aktuellen Megatrends der Immobilienwirtschaft hat die Diskussion über die Nachhaltigkeit eine herausragende Position. Mit dem Kyoto Protokoll 1997 wurden erstmals klimapolitische Ziele auf internationaler Ebene vereinbart. Im europäischen Vergleich ist die Bundesregierung mit ihrem Energiekonzept 2010 über die europäischen Ziele hinausgegangen. So sollen die Treibhausgasemissionen bis 2020 um 40%, im Vergleich zu 1990, reduziert werden. Analog zu den Vereinbarungen der Industriestaaten wird bis 2050 sogar eine Reduzierung um 80% gegenüber 1990 angestrebt.¹ Immobilien bzw. ihre Eigentümer und Nutzer sind von diesen Entwicklungen besonders betroffen.

Während mit den Energieeinsparverordnungen der Jahre 2002 bis 2007 in aller Regel Kann-Vorschriften bei der Erstellung und Sanierung von Gebäuden ausgesprochen wurden, ist davon auszugehen, dass mittel- bis langfristig erhöhte energetische Anforderungsniveaus gesetzlich zwingend gefordert werden. Einen ersten Anhaltspunkt bietet hier die Energieeinsparverordnung 2009 mit der Verpflichtung zur sogenannten Dachdeckendämmung bei Wohngebäuden.

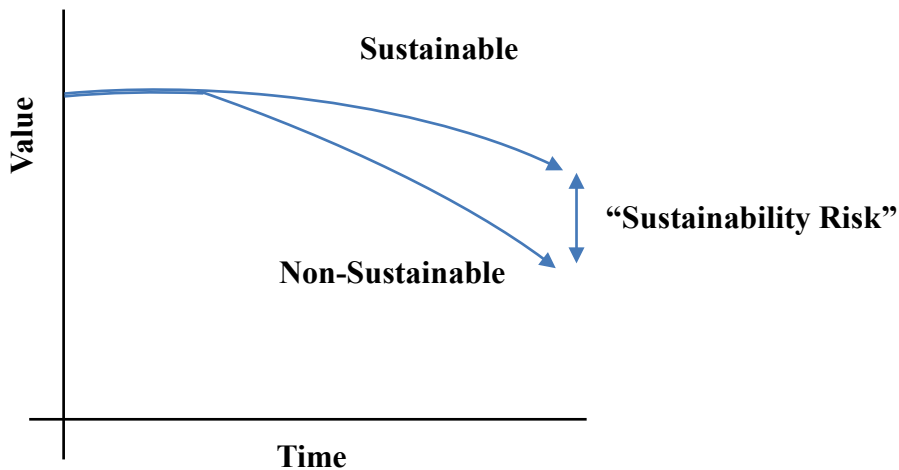


Abb. 1: Nachhaltigkeit einen Wert geben²

Aktuell ist deutlich zu erkennen, dass die Dimensionen der Nachhaltigkeit, wie Ökologie, Ökonomie sowie soziokulturelle Belange, bei der Planung und Entwicklung neuer Gebäude immer mehr in den Fokus gestellt werden.

¹ Vgl. Rehkgler, Wirtschaftlichkeit vs. Klimaschutz, Energetische Sanierung von Wohngebäuden, Seite 3, November 2012

² Vgl. Jones Lang LaSalle GmbH, Nachhaltigkeit – Methodische Bewertungsansätze, Mai 2013

Es ist davon auszugehen, dass zukünftig dabei vor allem die Wertstabilität der Immobilien als wesentliche Ausprägung der ökonomischen Dimension der Nachhaltigkeit eine herausragende Rolle spielt. Der Eigentümer einer „nachhaltig erstellten Immobilie“ geht davon aus, dass unter anderem über die Minimierung von Leerständen, über höhere Mieten sowie über einen Imagezuwachs des Gebäudes seine Risiken während der Haltezeit signifikant reduziert werden (siehe Abbildung 1).

Die ökologische Dimension der Nachhaltigkeit ist fokussiert auf den Einsatz erneuerbarer Energien sowie die Minimierung des Verbrauchs nicht erneuerbarer Ressourcen. Die Immobilie wird nicht nur in einer kurzen Periode betrachtet, sondern während ihres gesamten Lebenszyklusses mit kumulativ anfallenden Life-Cycle-Kosten.

Die soziokulturelle Dimension zielt vor allem auf die Verbesserung des Arbeits- und Lebensklimas in den Gebäuden.³

Die entscheidende Frage, ob und wie sich Nachhaltigkeitsentwicklungen in der künftigen Bewertung von Immobilien abbilden, stellt sich vor allem Eigentümern als auch Grundstücksbewertern. Man kann auch formulieren: Reduziert eine nachhaltige Immobilie Risiken und erhöht sie die Chancen, aufgrund zukünftiger Entwicklungen, zusätzliche Werte zu generieren?

2. Die wirtschaftliche Dimension nachhaltiger Gebäude

Grundsätzlich ist davon auszugehen, dass die nachhaltige Erstellung bzw. die Sanierung in einen nachhaltigen Gebäudezustand mit höheren Planungs-, Bau- und Materialkosten einhergeht. Das bedeutet, dass Nachhaltigkeit gerade durch die Auswahl von Baumaterialien und die Betrachtung von Energieeffizienz- und Lebenszykluskosten mit höheren Baukosten verbunden sein muss.

Wirtschaftliche Vorteile nachhaltiger Gebäude entstehen durch geringe Bewirtschaftungskosten, Marketing- und Imagevorteile sowie stabilere Cash Flows durch ein anzunehmendes geringeres Vermietungsrisiko. Sie verfügen in aller Regel über höhere Mietsteigerungspotenziale und ein geringeres technisches Ausfallrisiko.

Darüber hinaus wird den Gebäuden Energieeffizienz, gesteigerte Funktionalität sowie eine höhere Flächeneffizienz zugeordnet.⁴ Es stellt sich die Frage, in welcher Form

³ Vgl. DEUTSCHE/HYPO, Global Markets Real Estate, Nachhaltigkeit in der Immobilienwirtschaft, Seite 17, 2012 (in Anlehnung an Rottke, Ökonomie vs. Ökologie, 2010)

⁴ Vgl. DEUTSCHE/HYPO, Global Markets Real Estate, Nachhaltigkeit in der Immobilienwirtschaft, Seite 17, 2012 (in Anlehnung an Rottke, Ökonomie vs. Ökologie, 2010)

wirtschaftliche Vorteile bzw. Gebäudeeigenschaften auf die einzelnen Parameter der Bewertung Einfluss nehmen können. Nachfolgend soll versucht werden, den Effekt der Nachhaltigkeit auf die einzelnen Bewertungsparameter zu analysieren.

3. Bewertungssystematik

Für die Betrachtung des Einflusses verschiedener Nachhaltigkeitsaspekte auf die Bewertung von Immobilien bietet sich die Discounted Cash Flow (DCF) Methode an. Beim DCF Modell werden die zukünftigen Cash Flows eines jeden Anlageobjekts aufgrund des Bewertungsstichtages festgelegt und diskontiert. Der so berechnete Barwert (Gegenwartswert) oder auch der Kapitalwert ist der aktuelle Marktwert/Fair Value der Immobilie. Dabei unterscheidet man zwei Phasen. Die erste Phase währt in aller Regel zehn Jahre und spiegelt den Cash Flow der Detailprognose wider. In der zweiten Phase wird der Terminal Value als „ewige Rente“ des Cash Flows am Ende des Betrachtungszeitraums im Jahr zehn unterstellt⁵ (siehe Abbildung 2).

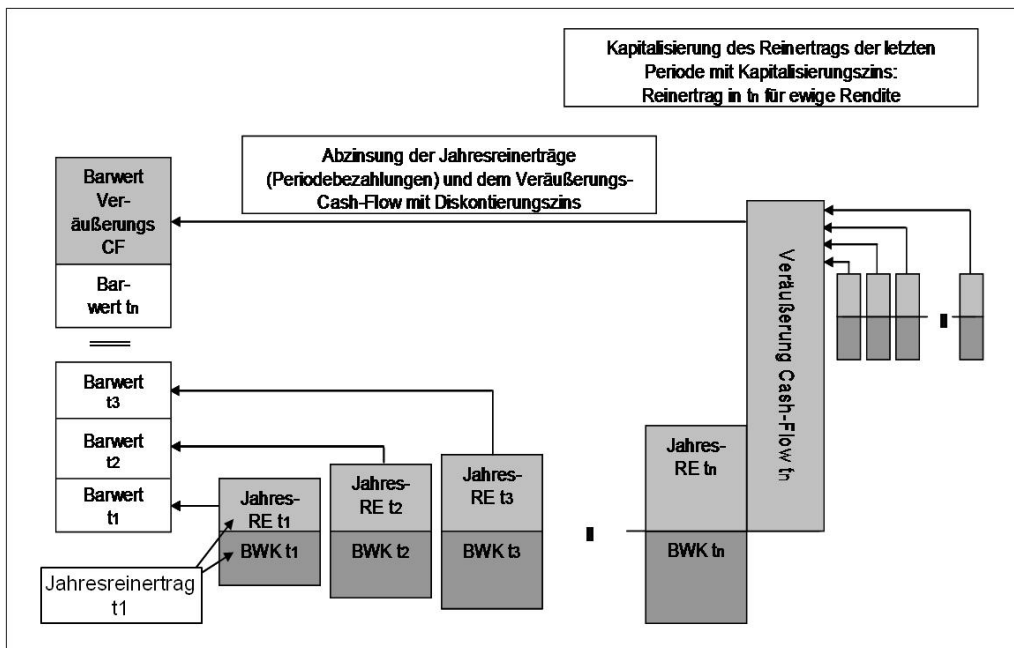


Abb. 2: Struktur des DCF Modells⁶

⁵ Vgl. Notiz Jones Lang LaSalle GmbH, Methodik des Bewertungstools der GBW Gruppe, 04.03.2013

⁶ Vgl. Hinrichs/Schultz, Das Discounted Cash-Flow-Verfahren in der Praxis, GUG 5/2003, S. 267

4. Nachhaltigkeitsparameter in der Discounted Cash Flow Methode⁷

● Diskontsatz

Der Diskontsatz beruht auf dem Prinzip, dass die erwarteten Zahlungen durch einen risikoadjustierten Zinssatz diskontiert werden. Er besteht aus einem risikolosen Zins sowie einer Risikoprämie. Der Nachhaltigkeitsaspekt hat keinen Einfluss auf den risikolosen Zins, der in aller Regel in Anlehnung an eine Zehn-Jahres Bundesanleihe fortlaufend neu berechnet wird. Der Risikoaufschlag allerdings, der beispielsweise durch Mietminderungsrisiken, marktzyklische Einflüsse oder der Gebäudequalität signifikant beeinflusst wird, ist stark abhängig von Nachhaltigkeitsaspekten. So ist ein gebäudequalitätsabhängiger Diskontierungszuschlag in einer Range von 0,25 bis 0,5% durchaus üblich. Im Umkehrschluss bedeutet dies, dass bei nachhaltigen Gebäuden der Diskontsatz im Vergleich zu nicht nachhaltigen Immobilien niedriger ist und somit die einzelnen abgezinsten Zahlungsströme der jeweiligen Perioden in Summe höher werden.

● Kapitalisierungszinssatz

Der Kapitalisierungszinssatz dient dazu, den stabilisierten Jahresreinertrag des zehnten Jahres als „ewige Rente“ zu kapitalisieren. Der objektspezifische Kapitalisierungszinssatz basiert auf der jeweiligen Diskontierungsrate, welche alle mit dem Investment verbundenen Risiken abbildet.⁸ Auch bei der Kapitalisierungsrate spielen somit der Gebäudezustand wie auch weitere objektbezogene Risiken eine wichtige Rolle. Geht man davon aus, dass entsprechend der Diskontierungsrate hier ein geringeres Risk Premium gerechnet wird und beispielsweise sich der gebäuderelevante Zuschlag von 0,5 auf 0,25% reduziert, hätte das, zusammen mit dem gleichen Effekt beim Diskontsatz, einen Einfluss auf den Verkehrswert von ca. 5%. Dies erscheint dahingehend entscheidend, da nachhaltig erstellte Gebäude erhöhte Erstellungs- bzw. Sanierungskosten aufweisen. Der positive Bewertungseffekt aus Kapitalisierungs- und Diskontierungszins sollte diese Mehrkosten ausgleichen; im Idealfall kann ein positiver Wertsaldo erzielt werden.

⁷ Zeichenerklärung:

- = großer Einfluss auf den Verkehrswert
- = mittlerer Einfluss auf den Verkehrswert

⁸ Vgl. Notiz Jones Lang LaSalle GmbH, Methodik des Bewertungstools der GBW Gruppe, 04.03.2013

- **Jährliche Nettomiete**

Die Nettojahresmiete wird als Istmiete oder als „laufende Erträge“ definiert. Sie beinhaltet nicht die Kosten für Heizung, Warm- und Kaltwasser sowie Gas. Allerdings ist davon auszugehen, dass in der Betrachtung des Nutzers beide Mietbestandteile (erste und zweite Miete) relevant sind und ein reduzierter Aufwand an Energiekosten, zumindest teilweise, die Bereitschaft erhöht, eine höhere Kaltmiete zu akzeptieren. Daneben ist davon auszugehen, dass Gebäude, die sich im Wettbewerb befinden und mittelfristig dem Nachhaltigkeitsgedanken nicht mehr entsprechen, einen signifikanten Abschlag auf die tatsächlich bezahlten Mieten hinnehmen müssen. Auch ist absehbar, dass Mietsteigerungen bei nachhaltigen Gebäuden ausgeprägter umgesetzt werden können als bei „alten“ Gebäuden.

- **Fluktuationsrate**

Die Fluktuation in Gewerbe- und Wohngebäuden ist mit erhöhten Instandhaltungsaufwendungen bei Mieterwechsel, aber auch mit der Möglichkeit von Mietanpassungen bei „under-rent“-Gebäuden verbunden. Davon ausgehend, dass nachhaltige Gebäude einer geringeren Fluktuation unterliegen, ist anzunehmen, dass sich die revolvierenden Kosten für Neuvermietung strecken und die Wiedervermietungsaufwendungen deutlich kostengünstiger sind als bei nicht nachhaltig erstellten Gebäuden.

- **Leerstandsquote**

Bei der Betrachtung der Leerstandsquote zeigt sich, dass sich nachhaltige Gebäude am Markt künftig voraussichtlich besser durchsetzen werden. Eine Immobilie mit historisch höheren Leerständen erfährt im DCF Modell eine höhere strukturelle Leerstandsquote. Diese wirkt sich direkt auf die jeweiligen zu erwartenden Zahlungsströme der Perioden aus. Dasselbe gilt für das Mietausfallwagnis, welches bei nachhaltigen Gebäuden in aller Regel geringer sein müsste als bei Altbeständen.

- **Nicht umlegbare Betriebskosten bei Leerstand**

Da bestimmte Kostenarten nicht vom Vermieter auf die Mieter umgelegt werden können, verursachen Mieteinheiten Kosten, egal ob sie vermietet sind oder leer stehen. Diese Kosten liegen bei Wohnungsunternehmen beispielsweise zwischen 1,00 € und 1,50 €/m². Auch hier ist davon auszugehen, dass durch energieeffizientere Gebäude die Leerstandskosten signifikant nach unten gehen werden. Dies hat einen positiven Einfluss auf die Kostenstruktur in den einzelnen Perioden.

○ **Laufende Instandhaltungskosten**

Eine weitere Position im DCF Modell sind die laufenden Instandhaltungskosten. Dies sind Aufwendungen, die während der erwarteten Nutzungsdauer für die Erhaltung der angegebenen Nutzung der Gebäude und Bauwerke entstehen, um durch Abnutzung, Alter, Witterungs- und Umwelteinflüsse entstandene Schäden zu beheben. Die Kosten liegen in aller Regel zwischen 8,00 € und 16,00 €/m² per anno. Es ist absehbar, dass die laufenden Instandhaltungskosten bzw. die Lebenszykluskosten bei nachhaltig erstellten bzw. sanierten Gebäuden deutlich geringer ausfallen als bei Altbauten.

Parameter mit geringer Nachhaltigkeitskorrelation

Parameter mit geringer Nachhaltigkeitskorrelation, wie sonstige, nicht umlegbare Kosten, Verwaltungskosten sowie Kosten für Erbbaurechte und geförderte Objekte, sind für die vorgenommene Betrachtung von untergeordneter Bedeutung.

5. Zusammenfassung – Einfluss der Nachhaltigkeitsparameter auf den Fair Value im DCF Modell

Bei den nachhaltigen Bewertungsparametern kann unterschieden werden in Parameter, die die jeweiligen Zahlungsströme in den Perioden direkt beeinflussen (höhere Miete, niedrigere Instandhaltungskosten etc.), sowie in Zinsparameter (Diskont- und Kapitalisierungszins).

Nach dieser ersten Untersuchung kann die Aussage getroffen werden, dass Nachhaltigkeitsaspekte auf die sensiblen Bereiche des DCF-Algorithmus signifikanten Einfluss haben. Die cash-orientierten Aspekte, wie Erhöhung der Sollmiete bzw. Reduzierung von Kosten, beeinflussen die Zahlungsströme der einzelnen Perioden und bilden sich dann im Net-Present-Value in den Barwerten der einzelnen Jahre ab. Der stärkste Hebel ist allerdings die Veränderung von Diskontierungs- und Kapitalisierungszins durch Nachhaltigkeitsparameter. Zu- bzw. Abschläge auf den Zins von beispielsweise 50 Basispunkten führen überschlägig zu Abweichungen im Verkehrswert von ca. 10%. Für den Neubau bzw. die Sanierung von Gebäuden muss der Eigentümer künftig versuchen, die günstigen Auswirkungen nachhaltigen Bauens und die damit verbundenen Mehrkosten in seinen Investitionskostenanalysen und Bewertungen zu antizipieren und Immobilienentscheidungen im Sinne nachhaltigen Bauens anzustreben.

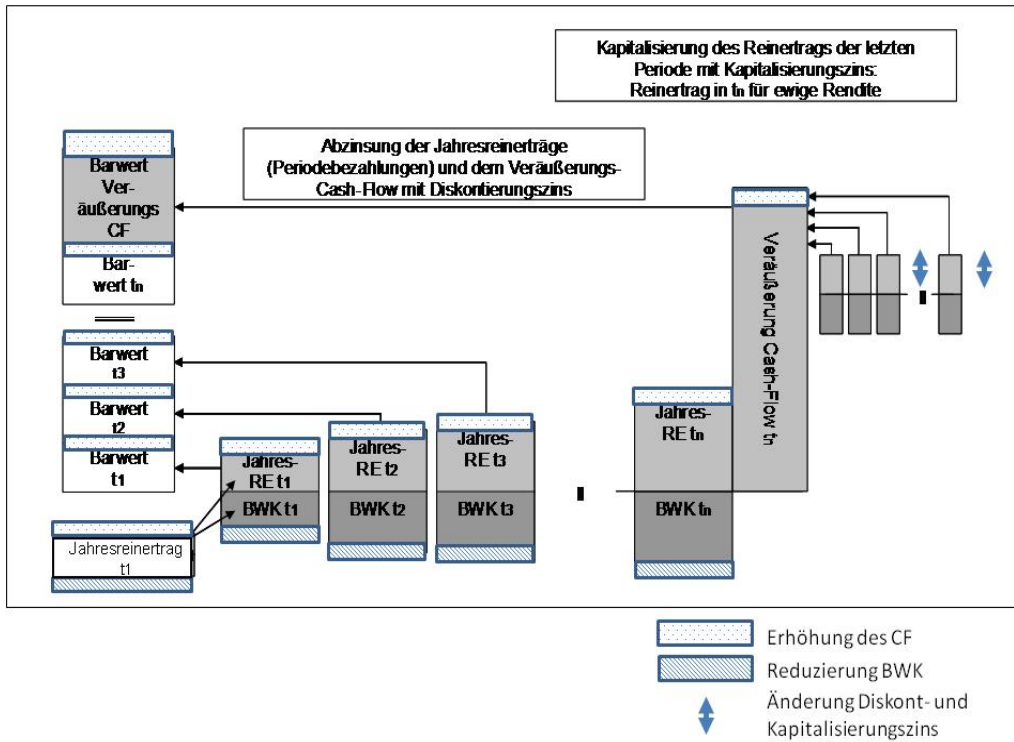


Abb. 3: DCF und Nachhaltigkeit⁹

⁹ Eigene Abbildung, siehe auch Hinrichs/Schultz, Das Discounted Cash-Flow-Verfahren in der Praxis, GUG 5/2003, S. 267

Literaturverzeichnis

Rehkugler, Heinz, Wirtschaftlichkeit vs. Klimaschutz, Energetische Sanierung von Wohngebäuden, Herausgeber: Deutsche Immobilien-Akademie Freiburg GmbH (DIA), Steinbeis-Institut, Center for Real Estate Studies (CRES), November 2012

DEUTSCHE/HYPO (ein Unternehmen der NORD/LB), Global Markets Real Estate, Nachhaltigkeit in der Immobilienwirtschaft, 2012

Hinrichs, Karsten/Schultz, Eckhard, Das Discounted Cash-Flow-Verfahren in der Praxis, GUG 5/2003