



Wirtschaftlichkeit von Immobilieninvestitionen

Modul 6300

Prof. Dr. habil. Steffen Metzner MRICS

Wirtschaftlichkeit von Immobilieninvestitionen

Prof. Dr. habil. Steffen Metzner MRICS

Modul 6300

Leseprobe

Impressum

Deutsche Akademie für Management
Trägerin: DAM Professional School SE
Margaretenstraße 38 · 12203 Berlin
mail@akademie.biz · www.akademie-management.de
Tel. 030/40508883-0 · Fax. 030/40508883-9

Lektorat: Dr. Bernd Knappmann, www.knappmann-lektorat.de

Verfasser: Prof. Dr. Steffen Metzner ist als geschäftsführender Gesellschafter der RES Consult GmbH beratend für Immobilienfonds, Banken, Pensionskassen und Softwareunternehmen tätig und widmet sich hierbei insbesondere Themen des Immobiliencontrollings, der Risikoanalyse sowie des Portfoliomanagements. Seine Dissertation verfasste er zum Thema „Immobiliencontrolling – Strategische Analyse und Steuerung von Immobilienergebnissen auf Basis von Informationssystemen“ und erhielt dafür den Immobilien-Forschungspreis der Gesellschaft für Immobilienwirtschaftliche Forschung (gif), Wiesbaden. Aktuelle Studien und Entwicklungsarbeiten sind Inhalt der Fachbuchreihe „Moderne Instrumente des Immobiliencontrollings“. Als Dozent an der Bauhaus-Universität Weimar und an der Universität Leipzig unterstützt er verschiedene Programme der Aus- und Weiterbildung und hält aktuell eine Professur an der NBS Northern Business School in Hamburg inne und ist dort Studiengangsleiter für den Master Real Estate Management (M. Sc.) Außerdem ist er Head of Research bei der Empira Gruppe.

1. Version September 2018

© 2018 Deutsche Akademie für Management, Berlin. Alle Rechte vorbehalten.

Der gesamte Inhalt des vorliegenden Studienbriefs (Texte, Bilder, Grafiken, Design usw.) und jede Auswahl davon unterliegt dem Urheberrecht und anderen Gesetzen zum Schutze geistigen Eigentums der DAM Professional School SE oder anderer Eigentümer. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechts ist ohne Zustimmung des Eigentümers unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen. Zuwiderhandlungen werden zivil- und strafrechtlich verfolgt.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Text berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften. Sämtliche verwendete Handelsmarken oder Markenzeichen sind Eigentum der jeweiligen Rechteinhaber.

Die Deutsche Akademie für Management und ihre Autorinnen und Autoren haben höchste Sorgfalt bei der Erstellung des vorliegenden Studienbriefs angewandt. Dennoch übernehmen sie keinerlei Verantwortung oder Haftung für Richtigkeit oder Vollständigkeit, eventuelle Fehler oder Versäumnisse innerhalb des Studienbriefs. Die Inhalte und Materialien werden unter Ausschluss jeglicher Gewährleistung zur Verfügung gestellt. Insbesondere erfolgt die Anwendung von im Studienbrief dargestellten Erkenntnissen auf Gefahr des Teilnehmenden.

Umweltfreundlich gedruckt von MKM www.mkm-media.de auf 100 % Altpapier ohne Folienschutzumschlag.

Inhaltsverzeichnis

Symbolverzeichnis	4
Abkürzungsverzeichnis	5
Einleitung	7
1 Investitionen im immobilienökonomischen Sinn	8
1.1 Immobilie als Wirtschaftsgut	8
1.2 Investitionsrechnung als Bestandteil des Investitionsprozesses	10
1.3 Bewertung der Wirtschaftlichkeit	12
1.4 Strukturierung der Analyse- und Entscheidungsgrundlagen	13
2 Statische Methoden der immobilienwirtschaftlichen Investitionsrechnung	16
2.1 Berechnungsbasis: Anfangs- oder Durchschnittswerte	16
2.2 Kosten-Vergleich	17
2.3 Gewinn-Vergleich	19
2.4 Rendite-Vergleich	20
2.5 Amortisations-Vergleich	23
2.6 Potenziale und Restriktionen der statischen Methoden	24
3 Dynamische Methoden der immobilienwirtschaftlichen Investitionsrechnung	26
3.1 Berechnungsbasis: Zahlungen und Barwertrechnung	26
3.2 Discounted Cash Flow (DCF)	28
3.3 Kapitalwert	29
3.4 Interner Zinsfuß	30
3.5 Vollständiger Finanzplan	31
3.6 Potenziale und Restriktionen der dynamischen Methoden	32
4 Aspekte der Auswahl und Implementierung	34
4.1 Standardisierung am Beispiel der gif Renditedefinition	34
4.2 Restriktionen aus fehlenden oder unsicheren Daten	36
4.3 Methodenwahl	39
4.4 Ausblick: Immobilien- und Portfolio-Controlling	40
Fazit	45
Antworten zu den Kontrollfragen	46
Literaturverzeichnis	48
Stichwortverzeichnis	49

Einleitung

Die Analyse von Einzelimmobilien, Immobilienportfolios oder ganzen Immobiliengesellschaften führt zu einer Sammlung zahlreicher Einzelinformationen, Dokumenten und Übersichten. Im unmittelbaren Vergleich lässt sich nicht direkt sagen, ob eine Handelsimmobilie in Leipzig gegenüber einer Wohnanlage in Stuttgart die ökonomisch sinnvollere Investitionsalternative darstellt. Zur Auswertung, Aggregation und Komprimierung der Informationslage auf wenige entscheidungsrelevante Kennzahlen dienen spezifische Verfahren der Wirtschaftlichkeitsanalyse und Investitionsrechnung. Diese sind zumeist aus der Allgemeinen Betriebswirtschaftslehre bekannt und können in der entsprechenden Literatur nachgelesen werden. Eine Übertragung und Anpassung auf immobilienwirtschaftliche Daten und Fragestellungen ist jedoch notwendig.

Allgemeine Studienziele:

Nach der Bearbeitung dieses Studienbriefes werden Sie wissen, ...

- welche immobilienwirtschaftlichen Fragestellungen mit Methoden der Investitionsrechnung zu beantworten sind;
- welches Spektrum an Lösungsmöglichkeiten die einzelnen Methoden der Investitionsrechnung bieten;
- wie einzelne Methoden der Investitionsrechnung bei Ankäufen oder Projekten anwendbar sind.

Weiterführende Literaturempfehlungen:

- Rottke, N.; Thomas, M. (2011): Immobilienwirtschaftslehre. Band 1: Management. Immobilien-Manager-Verlag, Köln, S. 835-892.
- Wöhe, G. (2016): Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre. 26. Aufl., Vahlen, München, S. 465-510.
- gif Gesellschaft für Immobilienwirtschaftliche Forschung e. V. (2007): Rendite-Definitionen Real Estate Investment Management. Wiesbaden.
- Kruschwitz, L. (2012): Finanzierung und Investition. 7. Aufl., Oldenbourg, München, S. 25-110.
- Metzner, S. (2013): Immobilienökonomische Methoden zur Entscheidungsunterstützung und Planung. Monsenstein und Vannerdat, Münster, S. 145-185.
- Schulte, K.-W. (2015): Immobilienökonomie. Band 1: Betriebswirtschaftliche Grundlagen. 5. Aufl., Oldenbourg, München, S. 579-650.



1 Investitionen im immobilienökonomischen Sinn



Studienziele:

Nach der Bearbeitung dieses Kapitels werden Sie wissen, ...

- wie die Immobilie in wirtschaftlicher Hinsicht – und somit als Wirtschaftsgut – definiert wird;
- welche Fragestellungen die Investitionsrechnung beantworten kann;
- dass die Vielfalt an Kennzahlen und Berechnungen leicht zu einer Unübersichtlichkeit der Analyse führen kann;
- welche grundsätzlichen Strukturierungen für eine moderne Investitionsrechnung sinnvoll sind.

Grundlage jeder Geschäftstätigkeit eines Immobilienunternehmens sind Investitionen in Form von Ankäufen, Projektentwicklungen oder Modernisierungen. Im weiteren Sinn können auch bestimmte Zahlungen für Know-how (Personalakquise, Ausbildung, Daten), Image (Werbung, Kommunikation) oder Unternehmenszusammenschlüsse (Fusionen, Übernahmen). Mit umgekehrtem Vorzeichen sind es auch Desinvestitionen (Verkäufe, Rückbau).

Die Bewertung der Vorteilhaftigkeit von Investitionen erfolgt mit Methoden der Wirtschaftlichkeits- bzw. Investitionsrechnung. Hierfür steht eine Reihe wissenschaftlicher Modelle zur Verfügung, die praxisbezogen ausgewählt und umgesetzt werden können.

Dieses Kapitel präsentiert Ihnen die Immobilie aus einer ökonomischen Perspektive und erläutert Ihnen anschließend den Einsatz der Investitionsrechnung als Bestandteil des Investitionsprozesses. Ausgehend vom Begriff der Investitionsrechnung wird die Vielfalt von möglichen Methoden und Lösungen besprochen, woraus die Notwendigkeit einer systematischen Herangehensweise klar wird.

1.1 Immobilie als Wirtschaftsgut

Immobilien sind Bestandteil des täglichen Lebens und gleichzeitig Gegenstand sehr spezifischer Berufsfelder. Immobilien können dabei zum Beispiel aus einer technischen, sozialen, kulturellen, infrastrukturellen oder wirtschaftlichen Perspektive gesehen werden.

Aus der wirtschaftlichen Perspektive, die hier im Vordergrund steht, stellen Immobilien nicht nur für die Volkswirtschaft insgesamt, sondern auch für den individuellen Eigentümer erhebliche Werte im tatsächlichen, ressourcenbezogenen sowie im daraus abgeleiteten finanziellen Sinn dar.

Investitionen in Immobilien sind sowohl einzelwirtschaftlich als auch volkswirtschaftlich zwingend notwendig, jedoch gleichzeitig mit zahlreichen Unwägbarkeiten verbunden:

- Immobilienkrisen oder Fehlentscheidungen können zu erheblichen finanziellen Risiken bis in zur Insolvenz führen.
- Zielgerichtete Investitionen in den Immobilienbestand und ein aktives Management führen oft zu überproportionalen Wertzuwächsen, zumindest aber zur Sicherung der eingesetzten Ressourcen und zur Gewährleistung der Versorgungssicherheit aus nutzungsbezogener oder sozialer Perspektive.

In der ökonomischen Betrachtung analysieren wir allgemein Verfügungsrechte an Immobilien und deren Nutzenstiftung für den Eigentümer (Investor). Die Kausalkette, die wir immer wieder in unsere Untersuchungen einbeziehen müssen, ist also folgende:

1. Abgegrenzter Raum als Ressource (Grundstück im Eigentum bzw. anderweitige Verfügungsrechte wie Erbbaurecht)
2. Bestimmte Nutzung der Ressource (z. B. Bebauung mit einer vermietbaren Wohnimmobilie)
3. Netto-Ertrag aus der Nutzung (z. B. Mietertrag abzüglich nicht umlagefähige Bewirtschaftungskosten, Risiken usw.)
4. Resultierender Wert der Immobilie (z. B. Marktwert entsprechend der potenziellen Mieterträge)

Diese Kausalkette erscheint einfach. Dennoch ist die praktische Anwendung in der Steuerung von Immobilienportfolios mit erheblichen Problemen verbunden. Insbesondere drei Besonderheiten des Wirtschaftsgutes Immobilie erschweren im Unterschied zu anderen Wirtschaftsgütern (etwa einer Aktie, einem Taxi, einer Betonmischmaschine) die Beurteilung:

1. Immobilien sind stets speziell und einzigartig (sogenannte „Heterogenität“): Kein Standort gleicht exakt dem anderen und schon ein geringer Unterschied in der Lage oder der Ausstattung kann zu Leerstand oder unterschiedlichen Mieterträgen führen. Die Kenntnis eines Objektes ermöglicht nicht zwingend die Hochrechnung auf ein Portfolio.
2. Alle Entscheidungen wirken über große Zeiträume (hohe Investitionsdauer, technische Langlebigkeit). An eine Investitionsentscheidung ist man daher lange gebunden, wobei die Prognosesicherheit mit der Länge des Zeitraums stetig sinkt. Entscheidungen werden somit oft nur unter Inkaufnahme einer hohen Unsicherheit der Bewertungsergebnisse getroffen.
3. Schon der Begriff Immobilie beinhaltet die Standortabhängigkeit (Immobilität). Eine Verlagerung in ein günstigeres Marktumfeld ist

unmöglich. Dies stellt gegenüber anderen Wirtschaftsgütern eine einzigartige Restriktion dar.



Merksatz:

Die Immobilie ist ein Wirtschaftsgut, das einerseits sehr langfristig Erträge generieren kann, andererseits aber aufgrund von Heterogenität, Langlebigkeit und Immobilität erhebliche Schwierigkeiten bei der Analyse, bei Entscheidungen und im Management verursacht.

Betriebswirtschaftlich ist jede Investition durch einen Zahlungsstrom gekennzeichnet, der klassischerweise mit einer Auszahlung in Höhe des investierten Betrages beginnt und spätere Einzahlungen erwarten lässt.



Definitionen:

Unter einer **Auszahlung** versteht man den Abgang liquider Mittel (Bargeld, Bankguthaben).

Unter einer **Einzahlung** versteht man den Zugang liquider Mittel.

Die Differenz zwischen Ein- und Auszahlungen einer Periode bezeichnet man als **Einzahlungsüberschuss**.

In der realen unternehmerischen Situation können besondere Zahlungsströme auftreten, zum Beispiel in Form

- wiederholter Investitionen (wie Modernisierungen alle 20 Jahre) oder
- negativer Veräußerungserlöse (durch Entsorgungsaufwand).

Das Thema Investition steht in einem engen Zusammenhang mit dem Thema Finanzierung: Um überhaupt eine Investition tätigen zu können, müssen die finanziellen Mittel hierfür beschafft werden. Um über Investitionen und Finanzierungen seriös zu entscheiden, bestehen hohe Anforderungen hinsichtlich Daten und Methoden zur Analyse der Immobilie als Investitionsgut.

1.2 Investitionsrechnung als Bestandteil des Investitionsprozesses

Hohe Investitionsbeträge und lange Nutzungszeiträume führen dazu, dass Immobilieninvestoren ihre Handlungsalternativen nicht einfach in der Realität erproben können. Strategische Fehler lassen sich nicht ohne finanzielle Verluste revidieren. Statt einer Mittelverwendung nach der Methode „Versuch und Irrtum“ benötigt der Investor vielmehr moderne und leistungsfähige Analysemethoden. Dazu dient insbesondere die Investitionsrechnung. Unsicherheit wird damit zwar nicht vollständig ausgeschlossen, doch kann der Erfolgs- und Risikobeitrag von Investitionen bewertet werden, und zwar

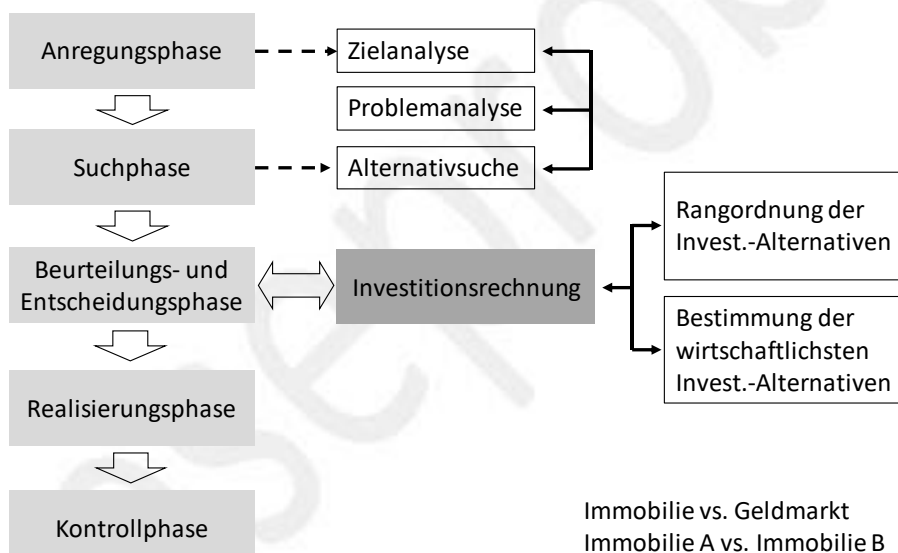
- frühzeitig (vor der Entscheidung) und
- exakt (anhand konkreter Zahlen).

Immobilieninvestments – und alle damit verbundenen Analysen und Entscheidungen – weisen typische Besonderheiten auf:

- Die außerordentlich hohe Bedeutung des Standortes erfordert entsprechende Umfeldanalysen, zum Beispiel zur Infrastruktur oder zur regionalen und demografischen Entwicklung.
- Die Langfristigkeit des Investments führt zu entsprechenden Planungszeiträumen.
- Administrative Einflüsse (Mietrecht, Stadtplanung, Denkmalschutz, Genehmigungen, Steuern und Abgaben) sind Risikofaktoren.

Eine sorgsame Analyse und Erhebung aller relevanten Eingangsdaten ist notwendiger Bestandteil jeder Investitionsrechnung. Sie ist dabei – aus organisatorischer Sicht – ein Element der Entscheidungsunterstützung im Investitionsprozess (siehe Abb. 1).

Abb. 1: Investitionsrechnung im Investitionsprozess



(Quelle: Metzner 2018, S. 97.)

Der Investitionsprozess beinhaltet zuerst eine als Anregungsphase bezeichnete Zieldefinition. Dies kann zum Beispiel ein Vorstandsbeschluss oder der Auftrag eines Investors bzw. einer Investorin an einen Dienstleister sein. Festzulegende Eckpunkte sind hierbei neben anderen Rahmenbedingungen

- Standorte,
- Nutzungsarten und
- Kapitalhöhe.

In der Suchphase werden entsprechende Auswahloptionen ermittelt, beispielsweise über Maklerbüros, Vermarktungsplattformen oder Projektentwicklungsgesellschaften.