

## Wertermittlung bei Wohnungsbeständen

Jürgen F. Kelber

**Angesichts der hohen Preise, die Investoren derzeit für Wohnungsbestände zahlten, tauchen zuweilen Zweifel auf, ob die Objekte richtig bewertet wurden. Wie diese Frage zu beantworten ist, hängt für den Autor davon ab, ob die im Businessplan entwickelten Prognosen über Preise und Zeiträume der Mieterprivatisierung realistisch sind. Dabei warnt er vor zu viel Optimismus, denn das hohe Verkaufstempo am Anfang, lasse später erheblich nach. Wenn er deshalb empfiehlt, spezialisierte Dienstleister mit der Wertermittlung zu beauftragen, so dürfte er damit vor allem sein Unternehmen meinen. (Red.)**

Vor dem Hintergrund, dass deutsche Wohnimmobilien im europäischen Vergleich eine attraktive Rendite versprechen, interessieren sich immer mehr ausländische Investoren für diese Assetklasse. Die hohe Nachfrage hat die Preise für solche Pakete in die Höhe getrieben. Immer öfter wird darüber diskutiert, ob solche Bestände derzeit „zu teuer“ sind. Diese Frage lässt sich kaum generell beantworten. Um festzustellen, ob der Preis für ein Wohnungspaket angemessen ist, muss klargestellt sein, wie die Exit-Strategie der Unternehmen aussieht und ob die darin getroffenen Kalkulationen realistisch sind.

### Größere Marge durch Privatisierung

Die Renditen, die die ausländischen Investoren anstreben, können in der Regel nur durch die Hebung stiller Reserven erreicht werden. Die größten Gewinnmargen lassen sich durch Wohnungsprivatisierung erreichen, die in praktisch jeder Exit-Strategie der ausländischen Investoren eine Rolle spielt und der deshalb im Rahmen einer Due Diligence besondere Aufmerksamkeit zukommen muss. Mit „Privatisierung“ ist hier ausschließlich der Einzelverkauf von Wohnungen gemeint, nicht die Zerlegung von größeren Portfolios in Teilportfolios und deren Veräußerung.

Wichtige Faktoren, die den Businessplan der Investoren beeinflussen, sind die Privatisierungsquoten und die Verkaufspreise, das heißt der Investor trifft eine Prognose darüber, wie viele Wohnungen er in welchem Zeitraum zu welchem Preis verkaufen kann. Investoren, die wissen wollen, ob der Preis eines für sie interessanten Wohnungspakets ange-

messen ist, müssen sich daher vor allem fragen, ob die Zahlen über Verkaufszeiträume und Verkaufspreise in der Privatisierung zuverlässig sind.

Genau da fangen die Schwierigkeiten an. So eignet sich das für die Preisermittlung von Gutachtern und Wirtschaftsprüfer zur Hilfe genommene Verfahren der Verkehrswertermittlung nur bedingt, um realistische Verkaufspreise zu ermitteln. Um eine Wohnung im Rahmen einer Privatisierung erfolgreich zu verkaufen, spielen Faktoren eine Rolle, die in die Verkehrswertermittlung nicht einfließen. Dazu gehören zum Beispiel die Sozialstruktur des Mieterbestandes, die Fluktuationsrate, das Mieterhöhungspotenzial, die Zufriedenheit der Mieter mit der Verwaltung und das Wohnumfeld.

Der Investor muss zudem wissen, welche Wohnungen sich jeweils für den Verkauf an Mieter, Selbstnutzer und Kapitalanleger eignen, denn die Höhe des Preises differiert in der Regel bei diesen drei Gruppen. Der höchste Verkaufspreis wird gewöhnlich beim Verkauf von Leerwohnungen an Selbstnutzer erzielt. Mindestens ebenso entscheidend ist die Frage, welcher Prozentsatz des Bestandes in welchem Zeitraum abverkauft werden kann. Zudem sind Annahmen über diejenigen Wohnungen zu treffen, die sich überhaupt nicht zum Einzelverkauf an die drei genannten Gruppen eignen und

für die daher alternative Lösungen gefunden werden müssen.

Um einen Gesamtverkauf und ein langfristiges Funktionieren einer Wohnanlage zu gewährleisten, sollte versucht werden, einen Großteil der Wohnungen an Mieter und Selbstnutzer zu verkaufen. Für den Verkauf von Wohnungen an Mieter muss deshalb der Grenzwert gefunden werden, der den – bisher nicht als Nachfrager auftretenden – Mieter zum Kauf seiner Wohnung bewegt.

### Ist der Abgabepreis „schöngerechnet“?

Da diese Kalkulation der verschiedenen Preise und Abverkaufszeiträume ganz entscheidend für die erzielbare Rendite ist, ist es sehr wichtig, dass die Prognosen realistisch und damit am Markt durchsetzbar sind. Denn wenn mehrere Parameter – wie etwa die zu erzielenden Kaufpreise und die Zeiträume für den Abverkauf – nur ein wenig verändert werden, hat dies entscheidenden Einfluss auf den gesamten Business-Plan und damit auch auf die Bewertung des Bestandes. Mit einem leichten Drehen an den Stellschrauben lässt sich ein bestimmter Abgabepreis schnell „schönrechnen“.

In der Regel sind die Investoren nicht in der Lage, die Plausibilität der Annahmen zu überprüfen, weil ihnen die Erfahrung bei der Einzelprivatisierung fehlt. Manche Investoren neigen dazu, Erfahrungen aus der Privatisierung von anderen Beständen auf den zu erwerbenden Bestand zu übertragen. Meistens sind die Bestände jedoch gar nicht vergleichbar und können sich bei scheinbar ähnlichen Struktur erheblich voneinander unterscheiden, was dazu führt, dass Erkenntnisse, die aus der Privatisierung eines Bestandes erworben wurden, oftmals nicht auf ein anderes Portfolio übertragen werden dürfen.

Viel zu häufig wird auch der Fehler gemacht, Privatisierungsquoten, die in den ersten Jahren erzielt werden, mehr oder minder in die Zukunft fortzuschreiben. Nicht selten passiert es, dass zuerst die guten Wohnungen, bei denen hohe Privatisierungsquoten möglich sind, zur Privatisierung freigegeben werden. Die Verkaufserfolge der ersten zwei oder drei Jahre stimmen den Besitzer optimistisch. Im Laufe der Zeit stellt sich dann jedoch heraus, dass für die verbleibenden Wohnungen sehr viel längere Zeiträume sowie höhere Investitionen zur Privatisierung angesetzt werden mussten. ■

### Der Autor

**Jürgen F. Kelber** ist Geschäftsführer von ALT & KELBER Immobiliengruppe GmbH & Co. KG, Heilbronn.