

Softwaretools verbessern die Qualität von DCF-Modellen

Die Dynamik am Schweizer Immobilienmarkt fordert rasche, professionelle Anlageentscheide. Ein wichtiger Bestandteil der Entscheidungsgrundlage bildet dabei die Immobilienbewertung. Die DCF-Methode ist der Standard für die Immobilienbewertung insbesondere für institutionelle Investoren. Entscheidend für die Qualität der DCF-Bewertung sind die verwendeten Bewertungsparameter und Modelle. Eine leistungsfähige Software unterstützt hierbei den Bewertungsprozess.

Die DCF-Methode ist nicht nur weitgehend Standard, sondern auch Pflicht wie zum Beispiel nach den Richtlinien der Swiss Funds & Asset Management Association (SFAMA). Fondsleitungen und SICAV sowie Vertreter ausländischer Immobilienfondsgesellschaften werden bei der Immobilienbewertung zur Anwendung von dynamischen Ertragswertmethoden wie der DCF-Methode angehalten. Die Qualität der Bewertungsergebnisse hängt von den Bewertungsparametern und Modellen ab, weshalb sich ein Blick hinter die Modelle und Methoden lohnt, die bei der DCF-Methode angewendet werden.

Die Bewertungen mit der DCF-Methode werden zunehmend von geführten Prozessen und statistischen Modellen, sogenannten hedonischen Modellen, für die Berechnung der Bewertungsparameter unterstützt. Diese hedonischen Preismodelle werden in der Schweiz bereits seit über 20 Jahren angewendet - hauptsächlich bei der Bewertung von Eigentumswohnungen, Einfamilienhäusern und Mehrfamilienhäusern. Bei der DCF-Methode werden die Marktdaten mit hedonischen Modellen verarbeitet, um bewertungsrelevante Parameter zu ermitteln.

Entscheidend für die Qualität der DCF-Methode sind die Bewertungsparameter, die durch Modelle bestimmt werden, sowie leistungsfähige Modelle und Systeme. Diese beiden Punkte werden nachfolgend skizziert.

Ermittlung des heutigen Wertes anhand der künftigen Zahlungen

Die DCF-Methode stellt einen künftigen Zahlungsplan für die Liegenschaft auf. Dabei werden künftige Mieterträge, Leerstände, der Aufwand für die Bewirtschaftung und die künftig zu tätigen Instandsetzungen berücksichtigt. Die Netto Cashflows werden mit einem immobilienpezifischen Diskontsatz abgezinst. Die Summe der Barwerte stellt den Marktwert nach der DCF-Methode dar.

Bei der DCF-Methode wird in der Regel in einem 100-jährigen Betrachtungszeitraum gerechnet. Dabei kann entweder das Ein- oder das Zweiphasenmodell zum Einsatz kommen. Im Einphasenmodell werden die 100 Jahre fortlaufend berechnet. Das Zweiphasenmodell hat gewöhnlich eine 10-jährige Detailbetrachtungsphase und einen Residualwert, indem die Folgejahre in einem normalisiertem Netto Cashflow abgebildet werden.

Ermittlung der zukünftigen Mieteinnahmen

Wie lassen sich die künftigen Mieterträge errechnen, wenn über die Vermietung noch wenig bekannt ist? Hier werden die erzielbaren Mieten auf der Basis von Bestandsmieten von kürzlich abgeschlossenen Mietverträgen und Angebotsmieten berechnet. Die Daten der Angebotsmieten stammen überwiegend von online-Plattformen. Bestandsmieten, die auf langjährigen Mietverträgen basieren, sind für die Marktmiettermittlung weniger geeignet, da bei langjährigen Verträgen in der Regel keine oder nur geringfügige Anpassungen an die Marktmiete erfolgen. Die Angebotsmieten bilden das Marktgeschehen besser ab. Angebotsmieten sind jedoch keine effektiv bezahlten Mieten, da bei der Ausschreibung einer Wohnung noch nicht sicher ist, ob die angebotene Wohnung tatsächlich zum angebotenen Preis vermietet werden kann. Hinzu kommt, dass die Mietdaten von online-Plattformen aufwendig aufbereitet werden müssen, um eventuelle Doppel- oder Scheinangebote herauszufiltern. Mit den bereinigten Daten ist es möglich, hedonische Mietmodelle zu berechnen. Diese Modelle berücksichtigen die erzielbaren Mieten nach Kriterien wie Lage, Grösse der Wohnung, Zustand und Bauqualität, Lage der Wohnung nach Etage, Ausrichtung, Besonnung, Lärmimmissionen, etc.

Zur Unterstützung des Immobilienbewerbers bei der Ermittlung der erzielbaren Mieten kann die Einschätzung der Lagequalität mit einem Micro-Rating Modell erfolgen. Im Micro-Rating (Siehe Graphik 1, 8050 Zürich) werden die einzelnen Adressen lokalisiert und mittels eines transaktionspreisbasierten Modells wird der Einzeladresse ein Lage-Score zugewiesen.

Zahlen aus dem IAZI Swiss Property Benchmark® für die Bewirtschaftungskosten

Die Betriebs- und Bewirtschaftungskosten werden in der DCF-Bewertung in der Regel aus den Liegenschaftserfolgsrechnungen entnommen und mit Vergleichskennzahlen von Datenpools wie dem IAZI Swiss Property Benchmark® verifiziert. Mit spezifischen Benchmarks, differenziert nach Liegenschaftskategorie, können nicht nur Bewirtschaftungskosten wie Verwaltung, Versicherung, Steuern, Instandhaltung und Heiz- und Nebenkosten zu Lasten Eigentümer, sondern auch Mieten und Leerstände innerhalb einer Region/Stadt bestimmt werden.

Wenn eine Bewertung jedoch nicht nur dem Vergleich mit einem der grossen Datenpools standhalten, sondern quartierspezifische Marktgegebenheiten berücksichtigen soll, sind weitere Daten erforderlich. Ein Benchmarking innerhalb eines Quartiers wird beispielsweise mit der «Web App Benchmark» der IAZI AG möglich (Siehe Graphik 2). Durch die Suchfunktion «Nearest Neighbours» wird ein genügend grosser Datenpool auf Stufe Strasse ausgewertet. Die variierende Umkreisanzeige weist den Radius aus, indem sich die Liegenschaften mit Vergleichswerten befinden. Somit können z.B. Performance, Ertrags- und Aufwandsbenchmarks von Liegenschaften in der Nachbarschaft gebildet werden (vgl. nachfolgende Abbildungen). Im NZZ Real Estate Yearbook 2016/17 haben wir in jeder Region einen «Top-Standort» ausgewählt und die Daten aus dem IAZI Benchmark aufgelistet.

Ein «Erneuerungsfonds» bildet Instandsetzungen ab

Die Ermittlung des Zustands einer Immobilie bzw. die Festlegung des Betrags für die Instandsetzung ist ein wichtiger Bestandteil für eine detaillierte DCF-Bewertung einer Immobilie. Instandhaltungen und Instandsetzungen, ggf. auch Bauschäden, werden von den Bau- und Immobilienexperten vor Ort evaluiert und fliessen als Aufwandpositionen in die DCF-Bewertungen ein.

Zyklische Sanierungen der Liegenschaften werden mit Modellen auf Stufe der Bauteile kalkuliert. Fallen Instandsetzungen ausserhalb des detailliert geplanten Budgetzeitraums der DCF-Bewertung an, werden die entsprechenden Beträge in einem «Erneuerungsfonds» als Annuität für zukünftige Zahlungen berücksichtigt.

Diskontsatz als entscheidender Einflussfaktor

Die korrekte Beurteilung der Bewertungsergebnisse und der Vergleich der Liegenschaftsbewertungen bedingt eine Standardisierung der Bewertungsmodelle und -parameter. Eine besondere Bedeutung nehmen hier die unterschiedlichen Diskontsatzmodelle ein. Sie tragen zu einer erschwerten «Lesbarkeit» der Bewertungen bei. Der hohe Einfluss des Diskontsatzes auf den Marktwert kann beispielweise mit einer Sensitivitätsanalyse aufgezeigt werden. Die Diskontsätze können ebenfalls mit hedonischen Modellen ermittelt werden. Weitere Ansätze zur Bestimmung der Diskontsätze basieren auf Kapitalmarktmodellen (CAPM, WACC, etc.) oder auf transaktionsbasierten Immobilienrenditen. Der Vorteil von hedonisch ermittelten Diskontsätzen liegt in der präzisen modellbasierten und systematischen Ermittlung pro Liegenschaft.

Weitere Fragen, die sich bei der Diskontierung und der Festlegung der Diskontsätze im Rahmen der Modellierung stellen, zeigen den Ermessensspielraum auf, den der Immobilienbewerter bei DCF-Modellen hat. So kann allein die Tatsache, dass die Cashflows vor-, mittel oder nachschüssig diskontiert werden können, den Marktwert einer Immobilie spürbar beeinflussen. Auch die Teuerungsannahmen und die Teuerungsüberwälzung bzw. die Wachstumserwartung der Mieterträge haben einen Effekt auf das Ergebnis. Die Frage der Wachstumserwartung stellt sich insbesondere bei der gegenwärtig geringen Inflation. Bei nominalen und realen Diskontsatzmodellen ist die modellkonforme Anwendung der einzelnen Parameter entscheidend.

Professionelle Software bei der Portfoliobewertung

Bei grossen Immobilienportfolios von Versicherungen, Pensionskassen oder Fondsgesellschaften werden in der Regel Portfoliomanagement-Softwares und Datenmanagement-Tools eingesetzt, damit die Immobilienbewertung effizient durchgeführt werden kann. Nur so können die grossen Datenmengen bewältigt werden. Die Tools unterstützen die Immobilienbewerter in der Aufbereitung und Analyse der Datengrundlagen. Weiter können mit den Tools Dateninkonsistenzen identifiziert werden. Sind die Basisinformationen zur Immobilie vorhanden und aufbereitet, kommen integrierte Bewertungsmodelle zum Einsatz.

Bei der Portfoliobewertung bietet ein Portfoliomanagement-Tool den grossen Vorteil, dass eine Qualitätssicherung der gesamten Kennzahlen der Bewertungen einfach erfolgen kann. Dazu werden beispielsweise webbasierte «Dashboards» (siehe Graphik 3) als Analysetools eingesetzt. So lassen sich die Bewertungsdaten aus dem Portfoliomanagement-System überprüfen. Anhand dieser Daten kann ein dynamischer Portfoliobericht erstellt werden, der die Auswertung von Kennzahlen und wertrelevanter Parameter ermöglicht.

Kritischer Blick bleibt gefragt

Die DCF-Methode ist heute der Standard für die Bewertung von Renditeliegenschaften. Bei ihrem Einsatz muss sich der Kunde bzw. der Immobilienbesitzer allerdings immer wieder bewusst machen, dass die Qualität der DCF-Methode und damit auch die Qualität der ermittelten Marktwerte in hohem Ausmass von den Bewertungsparametern bzw. deren Modellierung bestimmt werden. Bei der Festlegung von erzielbaren Mieten, Diskontsätzen und Instandsetzungen haben die Immobilienbewerter einen Ermessensspielraum. Um die Bewertungsergebnisse noch stichhaltiger zu machen, werden in Zukunft immer leistungsfähigere Portfoliomanagement-

Softwarelösungen und Datenmanagement-Tools notwendig sein. Sie müssen die Aufbereitung zunehmender Datenmengen, Berechnungen, Analysen und Visualisierungen der Ergebnisse ermöglichen. Durch die zunehmende Digitalisierung unserer Gesellschaft entstehen auch wieder neue Datenquellen – Stichwort «Big Data» – die ebenfalls in die Modelle mit einbezogen werden und so zu noch präziseren Ergebnissen beitragen.

Modelle und eine leistungsfähige Software sind Voraussetzungen für die Bewertungsqualität, garantieren diese aber nicht. Der kritische Immobilienbewerter ist und bleibt gefragt, der Modelle und deren Parameter begreift, hinterfragt und weiterentwickelt. Der Blick eines Experten auf diese Faktoren kann Fehlentscheidungen vorbeugen.