Zur Ermittlung eines marktgerechten Erbbauzinses – ein Praktikermodell

Dirk Löhr

Online publiziert: 29. November 2016
© Der/die Autor(en) 2016. Dieser Artikel ist eine Open-Access-Publikation.

Zusammenfassung In Deutschland findet die Gestaltung von Erbbaurechtsverträgen sehr oft unter politischen Gesichtspunkten, aber wenig am Markt orientiert statt. Die Akzeptanz des Erbbaurechts leidet hierunter. Eine wichtige Rolle spielt dabei die Festlegung des Erbbauzinses, der angesichts des niedrigen Zinsniveaus oft als unangemessen empfunden wird. Andererseits stellt sich die Ableitung „marktgerechter“ Erbbauzinsen im Vergleichswege schwierig dar. Im Beitrag wird daher ein praxisbezogener, auf der Kapitalmarkttheorie basierender Ansatz für die Festlegung marktgerechter Erbbauzinsen dargestellt. Wichtig ist dabei die Verschiebung der Rendite/Risiko-Position, die sich aufgrund der Bestellung von Erbbaurechten gegenüber Volleigentum ergibt. Sowohl der Erbbauverpflichtete wie auch der Erbbauberechtigte dürfen sich diesbezüglich nicht schlechter als bei Volleigentum stellen. Diese Anforderung wird durch die Sharpe Ratio konkretisiert. Damit sich der Erbbauberechtigte nicht gegenüber Volleigentum verschlechtert, bedarf es einer „Subventionierung“ seiner Rendite. Es wird gezeigt, dass dies durch den Erbbauberechtigten ohne Einbußen in seiner Rendite/Risiko-Position gegenüber Volleigentum geschehen kann. Auf Grundlage dieser Überlegungen werden Mindestrenditeforderungen für den Erbbauberechtigten und Höchstsätze für den Erbbauverpflichteten kalkuliert, die sich auf die Bodenwerte beziehen.

Schlüsselwörter Marktgerechte Erbbauzinsen · Rendite/Risiko-Position · Sharpe-Ratio · Interner Zinsfuß

D. Löhr (✉)
Umwelt-Campus Birkenfeld, Hochschule Trier, Postfach 1380, 55761 Birkenfeld, Deutschland
E-Mail: d.loehr@umwelt-campus.de

Assessment of market-oriented ground rents – a practice-oriented model

Abstract Ground lease contracts in Germany are often primarily designed according to political stipulations instead of market-orientation. This undermines the acceptance of ground leases. An important aspect in this regard is the setting of the annual lease payment, which is often considered as being inappropriate on the background of the low interest level at present. This is why methods have to be identified in order to align the lease payments closer with the market. However, due to the dominance of “political motives” on the German market of ground leases, the derivation of a market conform ground lease by comparison is mostly inappropriate. This paper therefore presents a practice-oriented approach for assessing the ground lease rates, which is based on the capital market theory. “Market-orientation” means that, on the one hand, the owner of the land doesn’t exploit a strong position in the local real estate market, and, on the other hand, neither the lessor nor the lessee is put into a worse position, compared with real estate in full property. Moreover, the risk/return positions of both the lessee and the lessor have to be balanced. These requirements are put into concrete terms by using the Sharpe-ratio, which should be the same in ground leases and full property investments. Within ground leases the risk/return profile is a different one, compared to full property real estate. This is because by far most of the operational risks are shifted onto the lessee. Therefore, in order to avoid a worsening of the lessee, she needs a higher risk premium and higher returns, compared to full property real estate. On the other hand, the lessor’s position is quite safe. Because most of the operational risks are shifted away from the lessor, a ground lease is almost as safe as investments into long-term governmental bonds. Thus the lessor may reduce her risk premium and her return requirements, compared with full property real estate. She may discount her cash flows from the ground lease to a comparatively lower rate. Doing so, the value of the cash flows is comparatively higher, compared to the current returns on the land share within full property real estate. The lessor may use this difference in value in order to “subsidize” the lessee’s profitability, without disadvantages in comparison to full property. This “subsidy” might either be paid in the form of a single payment to the lessee or by reducing the lessee’s current leasehold fees. However, each way implies a different risk/return position for the lessee, with different requirements for the return rates (lessee) and the amount of “subsidies” (lessor). Based on these ideas, minimum return requirements for the lessees and maximum return requirements for the lessors can be calculated in an easy way, also by practitioners. However, this calculation only makes sense if the amortization of debts is not a preferable investment, in case the debt interest rate is higher than the ground lease rate. Moreover, also the assessment of the risks may turn out to be a problem, particularly in markets with low sales volumes. Finally, the proposed concept is not in line with the current valuation standards for ground leases at least in Germany, since these standards don’t reflect the shift in the risk/return position, which is caused by ground lease arrangements.

Keywords Market conform ground leases · Risk/return position · Sharpe ratio · Internal rate of return

1 Einleitung

Geht es nach der im Rahmen des Bündnisses für bezahlbares Wohnen und Bauen auf Bundesebene eingesetzten Arbeitsgruppe „aktive Liegenschaftspolitik“, könnten demnächst Erbbaurechte wieder eine Renaissance erleben (BMUB 2015). Was sind Erbbaurechte? Die gesetzliche Grundlage des Erbbaurechts stellt das Erbbaurechtsgesetz vom 23.11.2007 dar (BGBl. 2007 I, S. 2614, zuletzt geändert durch Gesetz vom 1.10.2013, BGBl. 2013 I, S. 3179, nachfolgend: „ErbbauRG“). Das Erbbaurechtsgesetz vom 23.11.2007 übernahm unverändert die Inhalte der Erbbaurechtsverordnung vom 15.01.1919. Das Erbbaurecht stellt nach § 1 Abs. 1 Erbbaurechtsgesetz das veräußerliche und vererbliche Recht dar, auf oder unter der Oberfläche des Grundstücks ein Bauwerk zu haben. Damit ermöglicht es die – zeitlich befristete – bauliche Nutzung von Grundstücken, die sich im Eigentum anderer Personen, z. B. von Kommunen, befinden. Als Gegenleistung für das eingeräumte Nutzungsrecht wird normalerweise ein jährlicher „Pachtzins“ (Erbbauzins) vereinbart. Als grundstücksgleiches Recht ist das Erbbaurecht frei handelbar, übertragbar, vererblich und beleihbar. Es verschafft aber dem Erbbauberechtigten am Bauwerk Eigentum und hat einen ökonomischen Wert (v. Heynitz 2004). Neben anderen fordert die Arbeitsgruppe „aktive Liegenschaftspolitik“ nun die „marktgerechte Nutzung von Erbbaurechten“ (BMUB 2015). Was aber ist dies genau?

2 Problemstellung und Ziel

Im Vordergrund der Betrachtung steht der zentrale Parameter in den Erbbaurechtsverträgen: der Erbbauzins. Dabei sollen nachfolgend nur Wohnnutzungen betrachtet werden. Als „marktgerecht“ wollen wir dabei eine Situation verstehen, in der

- v. a. der Bodeneigentümer (bzw. der Erbbaupflichtete) ungeachtet seiner finanziellen Motivation auch bei angespannten Märkten darauf verzichtet, eine ggfs. starke Position auf dem lokalen Grundstücksmarkt in „monopolistischer Weise“ auszunutzen,
- sich objektiv und subjektiv die Position der Marktgegenseiten mit Blick auf ihre Risikonutzen nicht gegenüber der nächstbesten Alternative zum Erbbaurecht verschlechtert. Diese Alternative ist durch den Verkauf des Grundstücks und seine Anlage in ein risikoarmes Investment (Bodeneigentümer/Erbbaupflichteter) bzw. die Gebäudeinvestition auf einem eigenen (anzuschaffenden) Grundstück gekennzeichnet (Gebäudeeigentümer/Erbbauberechtigter),
- dementsprechend die Rendite/Risiko-Vorstellungen des Bodeneigentümers (bzw. Erbbaupflichteten) und des Gebäudeeigentümers (bzw. Erbbauberechtigten) in Übereinstimmung gebracht werden.

Nach von Oefele und Winkler (2012, S. 19) sind nur ca. 3 % der Grundstücke (Wohnnutzung) in Erbbaurecht vergeben. Dabei konzentriert sich der Löwenanteil auf einige bedeutsame Ausgeber wie v. a. Kirchen, Kommunen und Stiftungen (z. B. Klosterkammer Hannover als Geschäftsbesorger: <http://www.klosterkammer.de/html/kurzportrait.html>). Hinzu kommen institutionell-kommerzielle Ausgeber von

Erbbaurechten wie die Continuum Capital (<http://www.continuum-capital.de/>), die DGR Grundstücksverwaltung (<http://www.dgr-erbpacht.de/>) oder die Depa Deutsche Erbpacht (<http://www.deutsche-erbpacht.de/>), allerdings mit einem bislang noch geringem Gewicht. Von einem idealtypischen Markt mit einer Vielzahl von Anbietern und Nachfragern kann also kaum gesprochen werden. Dies zeigt sich auch bei der Festlegung der Höhe des Erbbauzinses. So fielen hierbei in einer Umfrage, die vom Autor u. a. unter den kreisfreien Städten in Rheinland-Pfalz über die Art der Administration von Erbbaurechten durchgeführt wurde¹, zwei Punkte auf:

- die Kommunen hatten ihre Vertragskonditionen kaum an die in der letzten Dekade dramatisch veränderten Verhältnisse auf den Kapitalmärkten angepasst,
- in vielen Kommunen dominieren bei der Festlegung des Erbbauzinses politische Preise: Die Festlegung fand eher durch Stadtratsbeschluss und an der Kassenlage orientiert statt, aber kaum am Kapitalmarkt.

Der „Markt“ für Erbbaurechte ist insoweit vom Kapitalmarkt entkoppelt. Die vom Autor geführten Interviews ergaben zudem, dass Stiftungen und Kirchen offenbar vergleichsweise marktnäher als Kommunen agieren, wenngleich man – nach den oben dargelegten Kriterien – ebenfalls oftmals nicht von „marktgerecht“ sprechen kann. Lediglich institutionell-kommerzielle Ausgeber von Erbbaurechten verhalten sich marktkonform und stellen damit die Ausnahme dar; allerdings konzentrieren sie sich zu einem erheblichen Teil auf das gewerbliche Segment. Eine Orientierung bei der Ermittlung des Erbbauzinses für Wohnzwecke an bestehenden Verträgen (die Konditionen sind den Gutachterausschüssen i. d. R. bekannt) führt – auch vor dem Hintergrund der teilweise sehr unterschiedlichen Konditionen – daher nicht unbedingt zu einem „marktgerechten“ Erbbauzins im obigen Sinne. Die Entkopplung der Erbbauzinsen vom Kapitalmarkt dürfte vor dem Hintergrund des gegenwärtig niedrigen Zinsniveaus maßgeblich dazu beigetragen haben, dass das Erbbaurecht in den letzten Jahren stark an Attraktivität verloren hat (was sich auch in der o. a. Umfrage bestätigte).

Zur Ermittlung eines marktgerechten Erbbauzinses ist zwar die Orientierung an der Kapitalmarktgleichgewichtstheorie bzw. dem Capital Asset Pricing Model (CAPM, s. Sharpe 1964; Lintner 1965; Mossin 1966; Treynor 1965) denkbar. Dieses elegante und im Bereich der Corporate Finance übliche Modell stößt jedoch speziell bei Erbbaurechten aufgrund des dünnen und zudem politisch dominierten Marktes auf große Schwierigkeiten. Insbesondere können die Betas für Erbbau-rechtsgrundstücke kaum in der nötigen Präzision abgeleitet werden.

Vor diesem Hintergrund wird nachfolgend ein alternatives Verfahren zur Ermittlung eines marktgerechten Erbbauzinses anhand eines Beispielsfalls dargestellt. Dieses basiert auf ähnlichen Grundlagen wie das CAPM, stellt aber wesentlich geringere Anforderungen an das Verständnis des theoretischen Hintergrundes und an die Da-

¹ ExWoSt-Forschungsprojekt ExWoSt-Forschungsprojekt: Möglichkeiten und Mehrwerte des Einsatzes „Kommunaler Erbbaurechte“ in angespannten Wohnungsmärkten im Auftrag des Finanzministeriums Rheinland-Pfalz.

tenverfügbarkeit. Die Methode ist allgemeiner Art und grundsätzlich unabhängig von der gegenwärtigen Kapitalmarktsituation.

3 Theorie und Entwicklung der Methode

Aus Sicht der Marktteilnehmer, also subjektiv, ist der Erbbaurechtsvertrag „marktgerecht“, wenn er die Ertrags-/Risiko-Vorstellungen von Erbbauberechtigten und Erbbaupflichtigen in Übereinstimmung bringt. Die Rendite/Risiko-Position darf (vor dem Hintergrund der Präferenzen) keine Verschlechterung gegenüber der Ausgangssituation (s. Abschn. 2) darstellen.

3.1 Erbbauberechtigter (Gebäudeinvestor)

Für den Erbbauberechtigten wäre die Ausgangssituation, an der sich das Erbbaurecht messen muss, der Kauf des Grundstücks und die Errichtung eines Gebäudes hierauf („Volleigentum“). Wie nachfolgend zu zeigen sein wird, ist das Risiko des Erbbauberechtigten aber wesentlich höher als bei Volleigentum. Außerdem kann der Erbbauberechtigte nicht von künftigen Bodenwertsteigerungen profitieren. Damit sich der Erbbauberechtigte gegenüber Volleigentum nicht verschlechtert, bedarf es einer Kompensation dieser Nachteile. Dies führt zu gegenüber Volleigentum erhöhten Renditeforderungen.

3.1.1 Berechnung – Schritt 1: Ermittlung der minimalen Renditeforderung des Erbbauberechtigten

Doch wie hoch dürfen die Renditeforderungen des Erbbauberechtigten mindestens zu bemessen sein? Zur Beantwortung dieser Frage bietet sich der Rückgriff auf die „Sharpe Ratio“ an (Sharpe 1966, 1994). Diese setzt die „Überrendite“ eines Investments (also die Differenz zwischen Rendite und risikofreiem Zinssatz) zum Risiko (gemessen anhand der Volatilität) in Beziehung. Damit sagt sie etwas über den Marktpreis des Risikos aus: Sie gibt an, um wie viel Prozentpunkte die Rendite einer Anlage steigt, wenn sich das Risiko um einen Prozentpunkt erhöht. Damit der Gebäudeeigentümer im Erbbaurecht nicht schlechter gestellt ist als im Volleigentum, muss die Sharpe-Ratio beim Gebäude im Erbbaurecht mindestens dieselbe wie im Volleigentum sein. Dabei wird eine gewisse Risikobereitschaft des Gebäudeeigentümers unterstellt (im Gegensatz zum Erbbaupflichtigen, s. unten mehr).

Es gibt viele Einwände gegen die Sharpe Ratio wie beispielsweise die möglichen Verzerrungen aufgrund von Abweichungen von der zugrunde gelegten Normalverteilung der Überschussrenditen (Breuer et al. 2006), die Frage nach der Angemessenheit einer quadratischen Nutzenfunktion (Mommel 2003, S. 7) oder Manipulationsprobleme (Goetzmann et al. 2007). Diese laufen bei der hier dargestellten Anwendung aber zu einem erheblichen Teil ins Leere. Der gewichtigste Einwand gegen die Sharpe Ratio dürfte die Einbeziehung auch des unsystematischen Risikos sein. Das unsystematische Risiko beinhaltet wirtschaftliche Änderungen, die nur die betrachtete Investition betreffen. Beispiele für systematische Risiken sind hingegen Ände-

rungen des Marktzinseszinses oder der allgemeinen wirtschaftlichen und politischen Lage. Im Portfoliozusammenhang kann das unsystematische Risiko wegdiversifiziert werden (Elsenhuber 2003). Allerdings ist allein aufgrund des hohen Kapitalvolumens v. a. bei privaten Gebäudeeigentümern (besonders bei Selbstnutzung der Immobilie) die Diversifikation ihres Portfolios oft begrenzt. Andere Akteure sind spezialisiert (so die bezüglich des Erbbaurechts aktiven Stiftungen). Dementsprechend ist die hier zugrunde gelegte traditionelle Anwendung der Sharpe-Regel, nach der auf die Sharpe Ratio *der betreffenden Anlage* abgestellt wird, kein grundsätzliches Manko (die generalisierte Anwendung stellt hingegen darauf ab, inwieweit sich die Sharpe Ratio *des Portfolios* als Konsequenz der Investition in den betreffenden Titel ändert, s. Dowd 2000).

Die Renditeforderung des Grundstücksinvestors r (Volleigentum) enthält also eine Risikoprämie und lässt sich unter Bezugnahme auf die Sharpe Ratio folgendermaßen darstellen:

$$r = r_f + s \cdot \sigma_V \quad (1a)$$

Dabei ist r_f der risikolose Zinssatz, σ_V die (Trend-)Standardabweichung (also das Risiko) bei Volleigentum und s die Sharpe Ratio. Die Sharpe Ratio ergibt sich dementsprechend als:

$$s = \frac{r - r_f}{\sigma_V} \quad (1b)$$

Die marktmäßige Renditeforderung r für einen Immobilientyp in Volleigentum kann anhand des Liegenschaftszinssatzes abgelesen werden. Dieser kann – mit Einschränkungen (Wiederanlageprämisse etc.) – als erwarteter „interner Zinsfuß“ eines einwertigen, als nachhaltig unterstellten Zahlungsstroms einer Immobilie im Volleigentum interpretiert werden (Thöne 2001, S. 599). Die Interpretation des Liegenschaftszinssatzes als eines internen Zinsfußes ist allerdings umstritten. Hiergegen wird u. a. eingewandt, dass Finanzierungsrisiken, Leveragerisiken, steuerliche Vorteile der Fremdfinanzierung, die langfristige Entwicklung von Mieten usw. nicht berücksichtigt werden (Rottke und Thomas 2011, S. 794). Den meisten Einwendungen kann allerdings begegnet werden.

Die erste Gruppe von Gegenargumenten ist formaler Art; sie richtet sich im Übrigen prinzipiell auch gegen das Ertragswertverfahren nach der Immobilienwertermittlungsverordnung (ImmoWertV) selbst. Doch auch im Rahmen des Ertragswertverfahrens kann der Kapitalisierungszinssatz als interner Zinsfuß der nächstbesten Alternativinvestition betrachtet werden. Dieser wird grundsätzlich ermittelt, indem man den Kapitalwert gleich Null setzt und dann nach r auflöst. Nichts anderes

findet aber der Sache nach bei der Ermittlung des Liegenschaftszinssatzes durch Rückrechnung aus dem Ertragswertverfahren bei bekanntem Kaufpreis statt.²

$$r = \frac{RE}{I_0} - \frac{r}{(1+r)^n - 1} \cdot \frac{I_0 - BW}{I_0} \quad (2)$$

Dabei ist r der Liegenschaftszinssatz (Volleigentum), RE der Reinertrag (Rohertrag abzüglich Bewirtschaftungskosten), n die Restnutzungsdauer der Immobilie, I_0 der Kaufpreis bzw. das Investment und BW der Boden(richt-)wert.

Die zweite Gruppe von Gegenargumenten ist inhaltlicher Natur. So meinen beispielsweise Leopoldsberger et al. (2016), dass „der Gesetzgeber den Liegenschaftszinssatz als internen Zins einer rein eigenkapitalfinanzierten Immobilieninvestition in einer Welt ohne Steuern begreift.“ Sie plädieren dafür, den Liegenschaftszinssatz nicht als Zinssatz, sondern als „Vergleichsparameter“ zu begreifen. Hierzu: Auch der interne Zinssatz kann in seiner Eigenschaft als Kapitalisierungszinssatz als Vergleichsparameter verstanden werden. Er dient im Übrigen – wie der Liegenschaftszinssatz auch – zur Bewertung eines Objektes auf der (gedachten oder tatsächlichen) Aktivseite eines Wirtschaftssubjektes. Dementsprechend sind Finanzierungsrisiken *des Investors* nicht einzubeziehen; allerdings wird das Operating Leverage-Risiko *des Objektes* sehr wohl berücksichtigt (s. unten). Steuern müssen nicht einfließen, sofern sich ihr Einfluss auf den Wert im Zähler (Reinertrag) und Nenner (Liegenschaftszinssatz) aufhebt. Dies ist v. a. bei der Einkommensteuer der Fall; bei der Grundsteuer findet hingegen durchaus eine Berücksichtigung innerhalb der umlagefähigen Bewirtschaftungskosten im Rahmen des Ertragswertverfahrens statt. Zumal hierbei die einwertige Ermittlung von Kapitalwert und internem Zinsfuß die Entwicklungsdynamik bei der jährlichen Ermittlung umfassen muss, ist auch die Kritik von Schierenbeck und Eicher (2006, S. 88) nicht recht verständlich, dass die diesbezüglichen Umstände nicht in den internen Zinsfuß einfließen. Schließlich muss das Ertragswertverfahren bei Verwendung der herkömmlichen einwertigen Vorgehensweise zum selben Ergebnis wie das Phasenmodell oder das DCF-Verfahren kommen. Einschränkungen sind allerdings dahingehend zu machen, dass der Reinertrag im Ertragswertverfahren lt. ImmoWertV schon um das Mietausfallrisiko bereinigt ist, das ebenfalls im Zinssatz im Rahmen der Risikoprämie erfasst werden könnte. Nachfolgend gehen wir somit von der Interpretation des Liegenschaftszinssatzes r als einem internen Zinsfuß aus.

Der risikolose Zinssatz r_f kann näherungsweise durch den Rückgriff auf lang laufende Bundesanleihen ermittelt werden (Deutsche Bundesbank 2016).

Eine besondere Herausforderung stellt die Berechnung des Risikos des Erbbauberechtigten σ_E dar. Zu diesem Zweck wird zunächst einmal das Risiko einer Immobilie im Volleigentum σ_V ermittelt. Zumal die Wertentwicklung der Immobilien einen

² Beim Term $\frac{r}{(1+r)^n - 1} \cdot \frac{I_0 - BW}{I_0}$ in Gl. (2) handelt es sich um eine Adjustierung im Hinblick auf die Berücksichtigung der begrenzten Restnutzungsdauer des Gebäudes. Lässt man diesen der didaktischen Vereinfachung halber außen vor und stellt damit nur auf die Nettoanfangsrenditen als Näherungsformel für den Liegenschaftszinssatz ab, fällt der Bezug zum Kapitalwert und internen Zinssatz sofort ins Auge: $I_0 \cdot r = RE$ und $C_0 = -I_0 + \frac{RE}{r} = 0$, wobei C_0 der Kapitalwert und RE den nachhaltigen Reinertrag darstellt.

Trend aufweist, wurde in der untenstehenden Beispielrechnung eine Trendstandardabweichung verwendet. Zur Berechnung werden die Abweichungen der jeweiligen Jahreswerte von der Trendlinie quadriert und aufsummiert. Das Ergebnis wird durch $n - 1$ (n = Anzahl der beobachteten Monate) dividiert und daraus die Quadratwurzel gebildet (Sievi 1999, S. 32). Vorliegend wurde aus Vereinfachungsgründen ein linearer Trend gewählt; allerdings stehen grundsätzlich auch andere Möglichkeiten offen (exponentieller, logarithmischer, polynomischer Trend etc.). Grundsätzlich sollten die zugrundeliegenden Daten möglichst kleinteilig (vom lokalen Immobilienmarkt) abgeleitet werden, da sich die Entwicklung des Immobilienmarktes von Region zu Region sehr unterscheiden kann. Gerade bezüglich des lokalen Marktes kann es aber auch zu Problemen bezüglich der Datenverfügbarkeit kommen. Sollte keine bessere Möglichkeit zur Verfügung stehen (z. B. Daten vom Gutachterausschuss oder der örtlichen Sparkasse) kann – bei entsprechender Bewegung im Markt – das Risiko ersatzhalber aufgrund von Kaufdaten ermittelt werden, wie sie z. B. im Portal „Immowelt.de“ erhältlich sind. Hierbei handelt es sich allerdings allein schon deswegen um eine inferiore Lösung, weil die Anzahl der in die Auswertung eingehenden Objekte nicht bekannt ist.³ In Tab. 1 unten wurden Dreijahresdaten des Portals „Immowelt.de“ für eine südwestdeutsche Kleinstadt verwendet. Ziel ist die Bestellung eines marktgerechten Erbbaurechtes an einem Einfamilienhausgrundstück. Als Kaufpreis für ein Einfamilienhaus (140–180 qm) ergibt sich auf den Juli 2016 (beabsichtigter Start des Erbbaurechtsvertrages) in linearer Extrapolation der Vergangenheitsdaten aus drei Jahren hochgerechnet 205.159 €. Die Trendstandardabweichung bei Volleigentum σ_v betrug über drei Jahre hinweg 18.541 € oder 9,04 %.

Gesucht ist nun die Rendite (Liegenschaftszinssatz) r_E für ein Einfamilienhaus im Erbbaurecht. Geht man davon aus, dass sich das Rendite/Risiko-Verhältnis bei Erbbaurechts-Immobilien gegenüber Immobilien im Volleigentum nicht verschlechtern darf, ist mindestens dieselbe Sharpe Ratio wie beim Volleigentum auch auf die Erbbaurechts-Immobilie anzulegen:

$$r_E = s \cdot \sigma_E + r_f \quad (3)$$

Allerdings unterscheidet sich das Risiko der Erbbaurechts-Immobilie σ_E von derjenigen im Volleigentum σ_v . Der Erbbauzins stellt aus Sicht des Erbbauberechtigten Fixkosten dar, die zu einem erhöhten Operating Leverage-Risiko führen, und zwar sowohl auf Ertrags- wie auf Liquiditätsebene. Häufig wird für den Fall der Insolvenz des Erbbauberechtigten der Heimfall vereinbart (von Oefele und Winkler 2012, S. 161). Schon der Zahlungsverzug kann u. U. ein Heimfallrecht begründen; allerdings muss der Erbbauberechtigte hierfür mindestens in Höhe zweier Jahresbeträge im Rückstand sein (§ 9 Abs. 4 ErbbauRG). Das Risiko aus den Ertragsschwankungen der Immobilie lastet somit zum größten Teil auf dem Erbbauberechtigten bzw.

³ Wird eine Trendstandardabweichung verwendet, muss v. a. bei engen Märkten mit wenigen Kauffällen und entsprechenden Kaufpreisausschlägen darauf geachtet werden, dass nicht – z. B. über die Verwendung einer polynomialen Funktion mit hohem Bestimmtheitsmaß – tatsächlich ein Pseudotrend der Berechnung zugrunde gelegt wird. Bei geringer oder unklarer Anzahl der in die Auswertung eingehenden Objekte dürfte eher die Verwendung eines linearen Trends angeraten sein.

Tab. 1 Ermittlung des Risikos (Trendstandardabweichung σ_V bzw. σ_E)

Jahr	Lfd. Nummer (x)	Monat	Gesamtwert Immobilie	
2013	1	Juni	146.703	
	2	Juli	153.253	
	3	August	154.262	
			...	
2014	13	Juni	152.361	
	14	Juli	138.598	
	15	August	187.306	
			...	
2015	25	Juni	189.707	
	26	Juli	201.605	
	27	August	203.243	
			...	
2016			...	
	35	April	173.252	
	36	Mai	169.597	
Daten aus http://www.immowelt.de	37	Juni	182.768	
Forecast für Vertragsbeginn (Trend: 1.241,3 x 38 + 157.990)	38	Juli	205.159	
Gebäude (Juli 2016):	50,1% des Gesamtwertes		102.716	
Volleigentum:	Bezug:		In v.H.	Absolut
Trend-Standardabweichung dividiert durch Risiko σ_v	Gesamtwert: 205.159		9,04 %	18.541
Daraus abgeleitet:				
Erbbaurecht (nur Gebäude):	Bezug:		In v.H.	Absolut
Standardabweichung / Risiko σ_E	Gebäudewert: 102.716		18,05 %	18.541

Legende: zu ermittelnder Wert - neu zu berechnende Inputvariable

dem Gebäudeanteil (zur Diskussion dieses Aspektes s. Abschn. 4.). Der Gebäudeanteil der gehandelten Immobilien lässt sich unter Rückgriff auf die durchschnittlichen Bodenrichtwerte und die durchschnittliche Grundstücksgröße (hier: ca. 800 qm) an einer Immobilie im Volleigentum ermitteln (in Tab. 1: 50,1 %). Die Schwankungsbreite von 18.541 € (absolut) bezieht sich beim Erbbaurecht also nicht auf den Gesamtwert (hochgerechnet für Juli 2016: 205.159 €), sondern nur noch auf den Gebäudewert (für Juli 2016 : 102.716 € = 50,1 % $\times$ 205.159 €). Dementsprechend erhöht sich das Risiko von 9,04 % (= 18.541 € / 205.159 €) auf nunmehr 18,05 % (= 18.541 € / 102.716 €; s. Tab. 1). Diese Daten werden auf das Bewertungsobjekt übertragen.

Auf dieser Grundlage kann nun die Sharpe Ratio aus der Immobilie in Volleigentum (Gl. 1b) auf die Erbbaurechtsimmobilie übertragen und mittels Gl. (3) die minimale Renditeforderung des Erbbauberechtigten r_E ermittelt werden. Diese muss entsprechend deutlich über dem Liegenschaftszinssatz r der Immobilie im Volleigentum liegen (siehe Tab. 2).

Tab. 2 Ermittlung der Mindestrenditeforderung beim Erbbaurecht

Nr.		Volleigentum	Erbbaurecht	Erläuterung
1.	Liegenschaftszinssatz r bzw. r_E (Erbbaurecht)	3,30 %	5,79 %	Liegenschaftszinssatz im Erbbaurecht = gesuchte Größe
2.	Risikoloser Zinssatz r_f	0,80 %	0,80 %	Bundesanleihen (Langläufer)
3.	Risikoprämie	2,50 %	4,99 %	Differenz
4.	Risiko σ_V bzw. σ_E	9,04 %	18,05 %	s. Tabelle 1 ⁴
5.	Sharpe-Ratio s	0,28	0,28	Identität

Legende: zu ermittelnder Wert - neu zu berechnende Inputvariable

3.1.2 Berechnung – Schritt 2: Ermittlung der Rendite„subvention“ des Erbbauberechtigten

Nachdem die Höhe der Mindest-Renditeforderung des Erbbauberechtigten ermittelt wurde, ist die Frage zu beantworten, wie er diese Mindestrendite erreichen kann. Dies kann durch eine Zahlung (Rendite„subvention“⁴) zugunsten des Erbbauberechtigten geschehen. Hinzu kommt noch ggfs. eine Kompensation für den Bodenwert (hier: 85.000 €) für den Fall, dass der Immobilieneigentümer den Boden an den in der Folge Erbbaupflichteten verkauft und „zurückpachtet“ (sale and lease back). Die notwendige Rendite„subvention“ Y ergibt sich aus der Differenz des Gebäudewertes bei Volleigentum GW und bei Erbbaurecht GW_E (eine Minderung der Anschaffungs- oder Herstellungskosten durch die „Subvention“ unterstellt). Bezogen auf den Gesamtwert der Immobilie kann sie ermittelt werden aus

$$Y = EW - (GW_E + BW), \quad (5a)$$

wobei

$$GW_E = (RE - r \cdot BW) \cdot V_E \quad (5b)$$

Der Vervielfältiger V_E ist dabei unter Zugrundelegung des erhöhten Liegenschaftszinssatzes (hier: 5,79 %) zu berechnen, so dass GW_E entsprechend geringer ausfällt als GW bei Volleigentum. Dies wird in Tab. 3 in Fortführung des o. a. Beispiels anhand einer Ertragswertrechnung illustriert (dabei wird unterstellt, dass der Erbbauberechtigte die Immobilie weitervermietet bzw. er diese nur als Investment betrachtet).

Vorliegend werden die Gebäudeanschaffungskosten von ursprünglich 129.245 € um die Rendite„subvention“ i.H.v. 48.761 € auf 80.484 € reduziert, um die geforderte Mindestrendite von 5,79 % zu erlangen. Hinzu kommt ggfs. (bei sale and lease back) der noch ggfs. zu zahlende Preises für Grund und Boden.

⁴ Der Begriff „Subvention“ ist einprägsam, aber nicht ganz korrekt: Ohne die betreffende Zahlung würde ein rational kalkulierender Erbbauberechtigter nicht auf Volleigentum verzichten. Es handelt sich also nicht um eine Subvention im eigentlichen Sinne, sondern um eine Bedingung für ein marktkonformes Erbbaurecht.

Tab. 3 Ermittlung der Rendite„subvention“ beim Erbbaurecht

Nr.		Volleigentum	Erbbaurecht	Erläuterung
1.	Nettokaltmiete	10.080 €	10.080 €	Identische Immobilie: EFH, 140 qm, neu, Miete: 6 € / qm, Grundstück: 850 qm, Bodenrichtwert: 100 € / qm
2.	Bewirtschaftungskosten	./. 2.520 €	./. 2.520 €	Satz: 25 % (Sprengnetter)
3.	Reinertrag RE	7.560 €	7.560 €	
4.	Abz. Bodenwertverzinsung $r \times BW$	./. 2.805 €	./. 2.805 €	Liegenschaftszinssatz $r = 3,30$ % auf Bodenwert 85.000 € (auch Bemessung Erbbauszins Z)
5.	= Gebäudereinertrag	4.755 €	4.755 €	
6.	Vervielfältiger V bzw. V_E (Erbbaurecht)	27,18	16,93	Formel: $V \text{ bzw. } V_E = \frac{(1+i)^n - 1}{(1+i)^n \cdot i}$, mit $i = r = 3,30$ % (Volleigentum) bzw. $i = r_E = 5,79$ % (Erbbaurecht, s. Tabelle 2)
7.	Gebäudewert GW bzw. GW_E (Erbbaurecht)	129.245 €	80.484 €	Im Erbbaurecht
8.	Bodenwert BW	85.000 €		Volleigentum
9.	Kompensation Bodenwert (bei sale and lease back)		85.000 €	Ausgleich für entgangenen Bodenwert
10.	Rendite„subvention“ Y		48.761 €	Rendite„subvention“ kürzt Anschaffungskosten Gebäude
11.	Ertragswert EW	214.245 €	214.245 €	Identität (o. Rundung)

Legende: zu ermittelnder Wert - neu zu berechnende Inputvariable

3.2 Erbbauperpflichteter (Bodeneigentümer)

Nun liegt die Frage auf der Hand, wer denn die Rendite„subvention“ an den Erbbauberechtigten zahlen soll und warum. Nachfolgend wird dargestellt, dass der Erbbauperpflichtete in der Lage ist, diese „Subvention“ (neben dem Kaufpreis für Grund und Boden) dann zu bezahlen, wenn sich seine Renditeforderungen am Markt orientieren.

Für den Erbbauperpflichteten gilt genauso wie für den Erbbauberechtigten, dass seine Rendite/Risiko-Position sich nicht durch den Verzicht auf die Ausgangsstrategie verschlechtern darf. Die Ausgangsstrategie (und nächstbeste Handlungsalternative zur Erbbaurechtsbestellung) ist der Verkauf des Grundstücks zum Verkehrswert an den Bauherren und die sichere Anlage des betreffenden Betrages in langlaufenden Bundesanleihen (zur Relativierung s. Abschn. 4).⁵ Dabei ist davon auszugehen, dass es sich beim Erbbauperpflichteten um ein risikoscheues Wirtschaftssubjekt handelt.

⁵ Während bei gewerblich-institutionellen Ausgebern von Erbbaurechten wie Continuum Capital jedoch die Schaffung eines langfristig wertgesicherten Cash Flow-Stroms im Vordergrund steht, hat eine Kommune auch Interesse an einem planerischen Zugriff zur Steuerung der Nach- und Zwischennutzung. Dementsprechend unterscheiden sich die Anlageperspektiven, die bei gewerblich-institutionellen Ausgebern von Erbbaurechten extrem lang ausfallen können.

Nun haben die Cash Flows aus einem im Erbbaurecht vergebenem Grundstück eine ähnliche Rendite/Risiko-Konstellation wie eine (risikolose und lang laufende) Bundesanleihe. Wie oben dargestellt, trägt der Erbbaupflichtige nicht die operativen Risiken aus der Immobilie. Scheitert der Erbbauberechtigte, kommt es zur Zwangsversteigerung. Der Erbbauzins wird dabei in Deutschland i. d. R. „zwangsversteigerungsfest“ vereinbart (Nagel 2014). Das dennoch existierende Restrisiko bezüglich eines Zahlungsausfalls, das im Vergleich zu Bundesanleihen noch besteht, dürfte zu einem erheblichen Teil durch die Möglichkeit kompensiert werden, die Cash Flows aus Erbbaurechten innerhalb der Einschränkungen des § 9a ErbbauRG inflationsfest zu machen, was bei einer Bundesanleihe so nicht möglich ist. Zusammenfassend ergibt das Investment in Erbbaurechten v. a. für konservative Anleger Sinn, welche ansonsten in Bundesanleihen investieren müssten. Im obigen Beispiel wurde die Umlaufrendite von lang laufenden Bundesanleihen (30 Jahre Restlaufzeit) mit 0,80 % angesetzt.

Der anfängliche Cash Flow aus den Erbbauzinsen (hier: 2805 €) errechnet sich, indem der Liegenschaftszinssatz auf den Boden(richt-)wert angelegt wird (vorliegend: 3,30 % auf 85.000 €). Kapitalisiert man die anfänglichen Cash Flows aus dem Erbbaurecht i.H.v. 2805 € mit den wesentlich geringeren, an den Bundesanleihen orientierten Renditeforderungen eines konservativen Investors, übersteigt der resultierende Wert der Cash Flows aus dem Erbbaurecht (incl. des abdiskontierten Bodenwertes zum Ende der Laufzeit des Erbbaurechts) den aktuellen Verkehrswert von Grund und Boden signifikant. Betrüge beispielsweise – um das Ergebnis der Berechnung an dieser Stelle vorwegzunehmen – die Renditeforderung des Erbbaupflichtigen r_M nur 2,11 %, läge der Barwert des Cash Flows aus dem Erbbaurecht (auf eine Laufzeit von 80 Jahren und bei Anpassung an eine angenommene Inflationsrate von 0,25 % im Vierjahresturnus gerechnet) bei 109.900 €. Hinzu kommt der Barwert des Bodenwertes (mit 2,11 %) diskontiert zum Ende der Restlaufzeit in Höhe von 23.861 €. Beides zusammen ergibt 133.761 €; daraus lässt sich das oben schon dargestellte „Surplus“ i.H.v. 48.761 € über den Verkehrswert des Grundstücks von 85.000 € hinaus darstellen. Aus dem Wert des Cash Flow-Stroms könnte der Erbbaupflichtige also einerseits den Verkehrswert für das anzuschaffende Grundstück und andererseits die vom Erbbauberechtigten mindestens geforderte Rendite, „subvention“ aufbringen.

3.2.1 Berechnung – Schritt 3: Ermittlung der maximalen Renditeforderung des Erbbaupflichtigen

Allerdings ist die gerade schon als bekannt unterstellte maximale Renditeforderung des Erbbaupflichtigen r_M (hier: 2,11 %) erst noch zu ermitteln. Sie stellt nach dem oben diskutierten Verständnis nichts anderes als der interne Zinsfuß aus den Zahlungsströmen dar, die aus dem Erbbaurechtskontrakt erwachsen. Es handelt sich zugleich um ein Maximum, weil oberhalb der betreffenden Renditeforderung die notwendige Rendite, „subvention“ für den Erbbauberechtigten nicht mehr aufgebracht werden kann. Der interne Zinsfuß r_M ergibt sich aus dem gleich Null gesetzten Kapitalwert (C_0) der künftigen Cash Flows unter Berücksichtigung des auf den Gegenwartszeitpunkt abdiskontierten voraussichtlichen Bodenwertes (BW_n)

Tab. 4 Ermittlung der Renditeforderung des Erbbaupflichteten

	t = 0	t = 1	t = 2	t = 3 - 78	t = 79	t = 80
Erbbauzins Z_t	0 €	2.805 €	2.805 €	...	2.941 €	129.627
Barwerte (abgezinst mit 2,11 %)	0 €	2.747 €	2.690 €	...	566 €	24.415
Summe Barwerte	133.761 €	Bei einem Kapitalisierungszinssatz von 2,11 % (interner Zinsfuß), zugleich Differenz zwischen EW und GW_E				
Bodenwert BW	85.000 €	= Bodenwert (s. oben)				
Rendite“subv.“ Y	48.761 €	+ Notwendige Rendite“subvention“ (s. Tabelle 3)				
Interner Zinsfuß r_M	2,11 %	Bei anfänglichen Kosten i.H.v. 133.761 €				
Weitere Anmerkungen:		Anpassungen des Erbbauzinses an die Preissteigerungsrate (unterstellt 0,25%) im Turnus von 4 Jahren, Bodenwertsteigerung: 0.50% p.a.				

Legende: zu ermittelnder Wert - neu zu berechnende Inputvariable

zum Zeitpunkt des Auslaufens des Erbbaurechtskontraktes n . Mit Ausnahme des laufenden Erbbauzinses Z_t sowie der durchschnittlichen jährlichen Bodenpreissteigerung, die hier mit 0,50 % angenommen werden soll, sind all diese Werte bekannt (s. oben). Die Gleichung muss dabei nach r_M aufgelöst werden (zur Bedeutung der restlichen Variablen s. Tab. 3):

$$C_0 = -Y - BW + \sum_{t=1}^n \frac{Z_t}{(1 + r_M)^t} + \frac{BW_n}{(1 + r_M)^n} \quad (6)$$

Die Renditeforderung r_M des Erbbaupflichteten erhält man also, wenn man den internen Zinsfuß aus seinem Cash Flow-Strom (incl. BW_n) ermittelt. Bei den Anschaffungskosten sind dabei sowohl der Verkehrswert des benötigten Grundstücks BW sowie die Rendite „subvention“ des Erbbauberechtigten Y zu berücksichtigen. Tab. 4 illustriert die Berechnung im Beispielfall.

Damit der präsumtive Erbbauberechtigte sich auf den Deal einlässt, darf der Erbbaupflichtete bei einem Erbbauzinssatz von 3,30 % also maximal eine Renditeforderung r_M von 2,11 % anlegen. In dieser Konstellation kann die mindestens erforderliche Rendite „subvention“ aufgebracht werden. Höhere voraussichtliche Bodenpreissteigerungen erhöhen diese Renditeforderung und umgekehrt (Gl. 6); in Regionen mit angespannten Grundstücksmärkten können daher die Renditeforderungen vergleichsweise höher als in solchen mit entspannten Grundstücksmärkten liegen.

3.3 Rendite „subvention“ über einen geringer angesetzten Erbbauzins

Alternativ zur Rendite „subvention“ in einem Einmalbetrag ist auch eine Absenkung des Erbbauzinses möglich. Setzt man in Gl. (6) $Y = 0$, muss bei derselben Renditeforderung r_M wie bei einer Einmal „subvention“ der anfängliche Erbbauzinssatz mit 2,11 % auf den Bodenrichtwert von 85.000 € (anstatt auf 2,11 % auf 133.761 €) angelegt werden. Aufgrund des dann geringeren Erbbauzinses ($Z_1 = 1792$ €) ergibt sich ein höherer Gebäudereinertrag (5768 €) als bei Volleigentum bzw. bei Einmal „subvention“ (4755 €). Wegen des geringeren Erbbauzinses sind auch die

Tab. 5 Rendite „subvention“ durch geringer angesetzten Erbbauszins (statt Einmalzahlung)

Nr.		Volleigentum	Erbbaurecht	Erläuterung
1.	Nettokaltniete	10.080 €	10.080 €	Identische Immobilie: EFH, 140 qm, neu, Miete: 6 € / qm, Grundstück: 850 qm, Bodenrichtwert: 100 € / qm
2.	Bewirtschaftungskosten	./. 2.520 €	./. 2.520 €	Satz: 25 % (Sprengnetter)
3.	Reinertrag RE	7.560 €	7.560 €	
4.	Abz. Bodenwertverzinsung $r \times BW$ bzw. $r_M \times BW$	./. 2.805 €	./. 1.792 €	Liegenschaftszinssatz $r = 3,30$ % auf Bodenwert 85.000 € bzw. Erbbauszinssatz $r_M = 2,11$ %
5.	= Gebäudereinertrag	4.755 €	5.768 €	
6.	Vervielfältiger V bzw. V_E (Erbbaurecht)	27,18	22,41	Formel: V bzw. $V_E = \frac{(1+i)^n - 1}{(1+i)^n \cdot i}$, mit $i = r = 3,30$ % (Volleigentum) bzw. $i = r_E = 4,22$ % (Erbbaurecht)
7.	Gebäudewert GW bzw. GW_E (Erbbaurecht)	129.245 €	129.245 €	Erbbaurecht: Entspricht $5.768 \text{ €} \times 22,41$
8.	Bodenwert BW	85.000 €		Volleigentum
9.	Kompensation Bodenwert		85.000 €	Ausgleich für entgangenen Bodenwert
10.	Rendite „subvention“ Y		--	Rendite „subvention“ kürzt Anschaffungskosten Gebäude
11.	Ertragswert EW	214.245 €	214.245 €	Identität
12.	Gerundet	214.000 €	214.000 €	

Legende: zu ermittelnder Wert - neu zu berechnende Inputvariable

fixen Kosten und damit das Operating Leverage-Risiko geringer als im Ausgangs-Erbbaurechtsfall (Einmal„subvention“). Tab. 5 illustriert die Berechnung.

Der sich ergebende Multiplikator i.H.v. 22,41 (Quotient von Gebäudewert i.H.v. 129.245 € und Gebäudereinertrag i.H.v. 5768 €) entspricht unter Berücksichtigung der Gebäude-Nutzungsdauer einem Liegenschaftszinssatz für das Gebäude im Erbbaurecht r_E i.H.v. 4,22 %, das damit zwischen dem Liegenschaftszinssatz bei Volleigentum (= 3,30 %) und der Renditeforderung bei einer „Subvention“ durch Einmalzahlung (= 5,79 %) liegt. Über die in Tab. 2 angewandte Methodik kann eine Verprobung vorgenommen werden, auf deren Illustration vorliegend aber aus Platzgründen verzichtet wird. Die Art und Weise der Gewährung der Rendite„subvention“ beeinflusst somit die Risikoposition und die durch den Erbbauberechtigten geforderte Mindestrendite. In welcher Weise die „Subvention“ gezahlt werden sollte, hängt u. a. auch von den Liquiditätserfordernissen ab: Benötigt der Gebäudeeigentümer z. B. wegen einer anstehenden Sanierung liquide Mittel, ist der Einmalbetrag die angemessenere Variante.

3.4 Abgleich

An dieser Stelle lässt sich aus der Sicht des Erbbaupflichteten ein Abgleich mit dem Beta-Risiko des CAPM herstellen. Das Beta-Risiko im Rahmen des CAPM lässt sich wie folgt ableiten:

Tab. 6 Beta (unverschuldet) von börsengehandelten Immobilienunternehmen. (Quelle: Franzke und Lehne 2015)

Unternehmen	Beta (unverschuldet)
Deutsche Wohnen AG	0,435
DIC Asset AG	0,314
Gagfah S.A.	0,261
TAG Immobilien AG	0,251
Mittelwert	0,315

$$\beta = \frac{r_M - r_f}{R - r_f} \quad (7)$$

Dabei stellt R die Marktrendite (Aktien) dar. Anders als bei der Sharpe Ratio wird beim Beta-Risiko von einer Wegdiversifizierung des unsystematischen Risikos ausgegangen. Aus diesem Grunde sollte das Beta geringfügig kleiner als das σ der Sharpe Ratio sein. Bei einem r_M von 2,11 % und einem risikolosen Zinssatz r_f von 0,80 % (Bundesanleihen, 30 Jahre Restlaufzeit) sowie einer Marktrisikoprämie ($R - r_f$) von ca. 8,5 % (Fenebris 2016) ergibt sich ein Beta (unleveraged) von ca. 0,15. Dieses liegt

- unterhalb der ermittelten Sharpe Ratio von 0,28 und zugleich
- deutlich unterhalb der tiefsten Werte für die Betas (unverschuldet) börsengehandelter Immobilien-Aktiengesellschaften (als peer-group), die allerdings i. d. R. mit Volleigentum arbeiten.

Somit befindet sich das ermittelte Beta von 0,15 in einem plausiblen Bereich und bestätigt damit gleichzeitig die ermittelte Sharpe Ratio (siehe Tab. 6).

Die maximale Renditeforderung r_M von 2,11 % erscheint auch vor diesem Hintergrund plausibel. Sie korrespondiert im Übrigen auch mit der Spanne für marktgerechte Erbbauzinssätze, die vor dem Hintergrund des gegenwärtigen niedrigen Zinsniveaus von Deloitte in einem Finanzmodell für Erbbaurechte für Wohnnutzungen ermittelt wurde (1,75–2,50 %).⁶

4 Diskussion

Im dargestellten Berechnungsmodell wurde eine Vielzahl von Parametern außen vorgelassen. Beispielsweise wurden Transaktionskosten (Notar, Grunderwerbsteuer etc.) nicht berücksichtigt. Dies geschah vorliegend jedoch aus Vereinfachungsgründen; die betreffenden Daten ließen sich unproblematisch einbauen.

Gebäuderestwerte blieben ebenfalls außen vor. Diese unterscheiden sich aber nicht in Abhängigkeit von Erbbaurecht und Volleigentum. Selbst im Falle einer 2/3-Entschädigung bei Auslaufen des Erbbaurechtvertrages (§ 27 Abs. 2 ErbbauRG)

⁶ Vortrag von H. Aholt und B. Hartl, Deloitte, („Ermittlung marktgerechter Erbbauzinssätze“) beim 3. Erbbaurechtskongress des Deutschen Erbbaurechtsverbandes am 22. und 23. Februar in Hannover. Das Modell gilt als Betriebsgeheimnis und ist daher nicht öffentlich verfügbar.

kann die Differenz zum Verkehrswert aufgrund des Abzinsungseffektes über 80 Jahre vernachlässigt werden. Dies kann sich allerdings bei kurzen Laufzeiten (z. B. Erbbaurechte in Feriengebieten mit Laufzeiten von unter 50 Jahren) in Abhängigkeit vom Gebäudetyp eventuell anders darstellen.

Weniger unproblematisch ist die ebenfalls unbeachtet gebliebene Verschuldensituation des Erbbaupflichteten; implizit wurde nämlich bei der Berechnung angenommen, dass die Verschuldung wie auch die Geldanlage zum marktüblichen Zinssatz möglich ist. Insbesondere Kommunen haben jedoch häufig einen hohen Bestand an Altschulden. In diesem Kontext wäre zu prüfen, ob nicht die Tilgung von Altschulden mit entsprechend hohen Zinslasten die vorteilhaftere „Alternativinvestition“ gegenüber der Anlage in ein Erbbaurecht wäre.

Die Ermittlung der Obergrenze für einen marktgerechten Erbbauzins wurde oben anhand eines Objektes illustriert, für das im Rahmen der Verkehrswertermittlung primär das Ertragswertverfahren angewendet wird. Grundsätzlich lässt sich das Verfahren auch auf Immobilien übertragen, die primär nach dem Sach- oder Vergleichswertverfahren bewertet werden, solange eine Ertragswertermittlung als stützendes Verfahren stützend möglich ist. Das Ergebnis dürfte allerdings an Zuverlässigkeit verlieren.

Die vorliegende Betrachtung orientierte sich allein an der Rendite/Risikoposition. Liquiditätsaspekte wurden ausgeblendet. In der Realität spielen diese aber sehr wohl eine – möglicherweise sogar wichtige – Rolle:

- Der Erbbauberechtigte spart Liquidität bezüglich des Bodenanteils; er bezahlt keinen Tilgungsanteil und nur eine minimale Risikoprämie, da er den größten Teil des Risikos trägt.
- Der Erbbaupflichtete wiederum verzichtet auf Liquidität. Im Zuge der Alternativstrategie könnte er selbst bei Kauf einer Bundesanleihe diese jederzeit auf dem Markt wieder liquide machen. Beim Erbbaurecht kann er – selbst bei marktgerechten Konditionen – mindestens mit einem Jahr rechnen, bis er das Erbbaugrundstück verkaufen kann.

Eine Berücksichtigung des Liquiditätsaspektes wäre jedoch möglich. So könnte, orientiert an der Zinsstrukturkurve (Vorschlag: Differenz von zwei- und einjährigen Bundesanleihen) ein Zuschlag auf die Renditeforderung des Erbbaupflichteten vorgenommen werden. Entsprechend wäre die Absenkung der Renditeforderungen des Erbbauberechtigten denkbar.

Schließlich korrespondiert die oben dargestellte Methodik nicht mit den herkömmlichen Verfahren der Bewertung von Erbbaurechten (Fischer 2014, S. 2903–2911). So wird bei dem in der Wertermittlungsrichtlinie 2006 (WertR 2006, Abschnitt 4.3.2.2. und Beispielrechnung Nr. 2 in Anlage 12) beschriebenen finanzmathematischen Verfahren der Liegenschaftszinssatz für eine Immobilie in Volleigentum zur Ermittlung des „angemessenen Erbbauzinses“ herangezogen, indem dieser auf den unbelasteten Bodenwert (erschließungsbeitragsfrei) eines unbebauten Grundstücks angelegt wird. Bei diesem Vorgehen wird aber nicht die Verschiebung der Rendite-Risiko-Position berücksichtigt, die sich im Rahmen des Erbbaurechts durch das „Unbundling“ (Aufgliederung einer Immobilie im Volleigentum in zwei verschiedenartige Vermögenswerte) ergibt. Nach der vorliegenden Methodik dürfte

in vielen Fällen ein erheblicher Teil des „Bodenwertanteils des Erbbaurechts“ auf die bei marktgerechten Erbbaurechten notwendige Rendite„subvention“ und nicht auf die bislang im Fokus stehenden Anpassungshindernisse des § 9a ErbbauRG zurückzuführen sein. In diesem Kontext sei nur kurz darauf hingewiesen, dass in der Fachwelt noch keinesfalls Einigkeit über die Bewertung von Erbbaurechten besteht und sich die Dispute in einer Vielzahl von Verfahrensvorschlägen niederschlagen (neben den „finanzmathematischen Methoden“ z. B. das „Münchener Verfahren“ oder das „Düsseldorfer Verfahren“).

Im Übrigen kann der zu Lasten des Erbbauperpflichteten vermögensmindernde Effekt des § 9a ErbbauRG kompensiert werden, indem entweder

- die Rendite„subvention“ über den Einmalbetrag entsprechend geringer ausfällt oder
- der anfänglich angesetzte Erbbauzins im Falle einer laufenden „Subvention“ entsprechend erhöht wird.

Beides wurde in den o. a. Beispielen unterstellt.

Das vorgestellte Verfahren bezieht sich grundsätzlich auf die erstmalige Ermittlung des Erbbauzinses im Rahmen der Bestellung eines Erbbaurechts. Ein analoges Vorgehen kann aber bei wirtschaftlich vergleichbaren Situationen, wie v. a. im Rahmen der Ausübung des Vorrechts auf Erneuerung (§§ 2 Nr. 6, 31 ErbbauRG) angewendet werden. Bei einer eventuellen Neuvereinbarung des Erbbauzinses bei Erbbaurechten mit kurzer Restlaufzeit ist hingegen bezüglich des vorgestellten Modells Zurückhaltung geboten. Grund und Boden kann nämlich als eine Realoption interpretiert werden, dessen Optionskomponente mit abnehmender Restnutzungsdauer des Gebäudes bzw. abnehmender Restlaufzeit des Erbbaurechtsvertrags wieder auflebt (Geltner et al. 2007, S. 96) – mit entsprechenden Auswirkungen auf die Verzinsung.⁷ Die vorliegend dargestellte Methode lässt aber den Wert dieser Optionskomponente außer Betracht, was streng genommen lediglich bei neuen Gebäuden bzw. langen Restlaufzeiten von Erbbaurechten zu rechtfertigen ist (die Berücksichtigung der in diesem Aufsatz angedeuteten anderen Fälle würde den Rahmen dieser Abhandlung sprengen).

5 Schlussfolgerungen

Ziel der Abhandlung war die Entwicklung und beispielsbezogene Vorstellung eines leicht verständlichen und anwendbaren Praktikermodells zur Ermittlung eines marktgerechten Erbbauzinses. Dies ist notwendig, weil sich ein marktgerechter Erbbauzins nicht ohne Weiteres aus dem Markt ableiten lässt. Wichtig war dabei das Verständnis der konzeptionellen Grundlagen:

⁷ Auf diese Weise kann z. B. begründet werden, warum der Liegenschaftszinssatz (Volleigentum) bei einer langen Restnutzungsdauer des Gebäudes höher als bei einer kurzen Restnutzungsdauer ist. Bei kurzen Restnutzungsdauern wird nämlich auch für die wieder auflebende – ertraglose – Optionskomponente bezahlt.

Grundsätzlich lassen sich die Akteure gegenüber dem Ausgangsfall Kauf (Gebäudeeigentümer) bzw. Verkauf (Erbbaupflichteter) auf das Erbbaurecht nur dann ein, wenn sie sich hinsichtlich ihrer Rendite/Risikoposition objektiv und subjektiv mindestens genauso gut stellen wie im konventionellen, durch Verkauf bzw. Kauf des Grundstücks gekennzeichneten Ausgangsfall. Um diese Position zu quantifizieren, wurde die Sharpe Ratio herangezogen.

Damit der Erbbauberechtigte eine solche Gleich- oder Besserstellung erreichen kann, bedarf es der „Subventionierung“ seiner Rendite. Dieses Modell fährt z. B. die oben erwähnte Continuum Capital.⁸ Dabei erfolgt die „Subventionierung“ durch den Erbbaupflichteten. Alternativ zu einer Einmal„subvention“ ist ein dauerhaft „ermäßigter“ Erbbauzins möglich, wobei jedoch die Rendite/Risikoposition des Erbbauberechtigten eine andere ist. Die ermittelten Renditeforderungen und Erbbauzinssätze stellen Obergrenzen dar, bei deren Überschreitung die „Subventionierung“ des Erbbauberechtigten nicht mehr in einer Höhe möglich ist, dass sich keine Nachteile gegenüber Volleigentum ergeben.

Für den Erbbaupflichteten bedeutet dies u. U. einen freiwilligen Verzicht auf die Ausnutzung einer möglicherweise starken Position dem Grundstücksmarkt, wenn dieser angespannt ist. Die Inkaufnahme diesbezüglicher Opportunitätskosten kann dennoch vorteilhaft sein, wenn er seine ökonomischen (oder außerökonomischen) Ziele am besten über das Erbbaurecht durchsetzen kann. Als Beispiele sind die Gestaltung von (inflations-)sicheren Cash Flow-Strömen durch gewerblich-institutionelle Investoren (z. B. für Pensionsfonds) oder die Beeinflussung von Immobilien-Nutzungszyklen durch Kommunen zu nennen. Ohne die Selbstbeschränkung des Grundstückseigentümers zugunsten des Erbbauberechtigten wird das Erbbaurecht im Markt nicht richtig akzeptiert.

Dies bedeutet auch, dass Erbbauzinssätze von 4–5 % vor dem Hintergrund der heutigen Kapitalmarktverhältnisse nicht mehr als marktgerecht angesehen werden können, wenn alternativ eine Finanzierung für einen Grundstückskauf für weniger als die Hälfte des Zinssatzes zu bekommen ist. Die oft getroffene Aussage, dass bei niedrigen Zinsen das Erbbaurecht uninteressant sei, ist in dieser pauschalen Form zwar nicht richtig. Sie gilt aber hinsichtlich der – in Deutschland dominierenden – nicht marktgerechten Erbbaurechte.

Conflict of interest D. Löhr declares that he has no competing interests.

Open Access Dieser Artikel wird unter der Creative Commons Namensnennung 4.0 International Lizenz (<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/deed.de>) veröffentlicht, welche die Nutzung, Vervielfältigung, Bearbeitung, Verbreitung und Wiedergabe in jeglichem Medium und Format erlaubt, sofern Sie den/die ursprünglichen Autor(en) und die Quelle ordnungsgemäß nennen, einen Link zur Creative Commons Lizenz beifügen und angeben, ob Änderungen vorgenommen wurden.

⁸ Gespräch mit Michael Jung (Managing Partner der Continuum Capital) am 17.2.2016.

Literatur

- Breuer W, Gürtler M, Schuhmacher F (2006) Portfoliomanagement II. Springer Gabler, Wiesbaden
- Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz, Bau und Reaktorsicherheit (BMUB) (2015) Bündnis für bezahlbares Wohnen und Bauen – Handlungsempfehlungen der Arbeitsgruppen (Stand: 27.11.). BMUB, Berlin
- Deutsche Bundesbank (2016) Zeitreihe BBK01.WT9555: Umlaufrenditen incl. Inhaberschuldv./Börsennotierte Bundeswertpapiere/Mittlere RLZ von über 15 bis einschl. 30 Jahre/Tageswerte. https://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Statistiken/Zeitreihen_Datenbanken/Makrooekonomische_Zeitreihen/its_details_value_node.html?tsId=BBK01.WT9555. Zugegriffen: 16. August 2016
- Dowd K (2000) Adjusting for risk: an improved Sharpe ratio. *Int Rev Econ Finance* 9:209–222
- Elsenhuber UB (2003) Ex-Post-Analyse von Anlageempfehlungen. Trauner, Linz
- Fenebris – Expertenzirkel Unternehmensbewertung (2016) Marktrisikoprämie. <http://www.xn--marktrisikoprämie-7nb.de/de.html>. Zugegriffen: 16. August 2016
- Fischer R (2014) Rechte und Belastungen. In: Kleiber W (Hrsg) Verkehrswertermittlung von Grundstücken. Kommentar und Handbuch, 7. Aufl. Bundesanzeiger-Verlag, Köln
- Franzke G, Lehne M (2015) Unternehmensbewertung im Immobiliensektor. *BOARD* 4:149–153
- Geltner DM, Miller NG, Clayton J, Eichholtz P (2007) Commercial real estate. Thomson South Western, Mason
- Goetzmann WN, Ingersoll J, Spiegel M, Welch I (2007) Portfolio performance manipulation and manipulation-proof performance measures. *Rev Financial Stud* 20:1503–1546
- von Heynitz J (2004) Das Erbbaurecht – ein dezentral einsetzbares Instrument zur Reform der Bodenordnung. *Z Sozialökon* 41:26–37
- Leopoldsberger G, Thomas M, Naubereit P (2016) Immobilienbewertung. In: Schulte KW, Bonde-Winkel S, Schäfers W (Hrsg) Immobilienökonomie I, 5. Aufl. de Gruyter, Berlin, S 425–480
- Lintner J (1965) The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *Rev Econ Stat* 47:13–37
- Memmel C (2003) Performance hypothesis testing with the Sharpe ratio. *Finance Lett* 1:21–23
- Mossin J (1966) Equilibrium in a capital asset market. *Econometrica* 35:768–783
- Nagel M (2014) Erbbaurechte – eine alternative Vermögensanlage für Stiftungen? In: Nagel M (Hrsg) Erbbaurechte – eine alternative Vermögensanlage für Stiftungen. Stiftung & Sponsoring Verlag, Gütersloh, S 2–6
- Frrh von Oefele H, Winkler K (2012) Handbuch des Erbbaurechts, 5. Aufl. C. H. Beck, München
- Rottke NB, Thomas M (2011) Management. Immobilienwirtschaftslehre, Bd. I. Immobilien Manager Verlag, Köln
- Schierenbeck H, Eicher M (2006) Rating-basiertes Controlling im Corporate Real Estate Management, WWZ-Forschungsbericht 1/06. https://www.unibas.ch/uploads/tx_x4publication/Fo1.06.Schierenbeck.Eicher.CREM.pdf. Zugegriffen: 16. August 2016
- Sharpe WF (1964) Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk. *J Finance* 19:425–442
- Sharpe WF (1966) Mutual fund performance. *J Bus* 39:119–138
- Sharpe WF (1994) The Sharpe ratio. *J Port Manag* 21:49–60
- Sievi C (1999) Neugestaltung variabler Passivprodukte. *Betriebswirtsch Berat* 7:31–39
- Thöne C (2001) Britische Bewertungsverfahren. In: Gondring H, Lammel E (Hrsg) Handbuch Immobilienwirtschaft. Gabler, Wiesbaden, S 573–610
- Treynor JL (1965) How to rate management of investment funds. *Harvard Bus Rev* 43:63–75