Tab. 2: Resultate der Regressionsanalyse (t-Statistiken in Klammern)

	1976 – 1995[17]		1976 – 1980		1981 – 1985		1986 – 1990		1991 – 1995	
γ_0	0,01	(1,14)	0,03	(1,49)	0,01	(0,80)	0,01	(1,18)	–0,02	(–2,25)
γ_1	0,45	(7,36)	0,60	(2,41)	0,27	(2,14)	0,42	(4,32)	0,78	(–7,95)
γ_2	–0,48	(–0,28)	–4,16	(–0,85)	–3,24	(–1,18)	2,23	(0,48)	6,82	(1,86)
γ_3	0,42	(0,29)	2,05	(0,62)	2,37	(1,06)	–1,40	(–0,39)	–2,94	(–1,54)
adj. R^2	0,18		0,07		0,10		0,22		0,51	
DW	1,94		2,42		1,76		1,83		1,71	
F	18,58		2,40		3,11		6,44		21,66	

In den jeweiligen Subperioden korrespondieren die Ergebnisse bezüglich des γ_1 in der Tendenz mit den Resultaten des gesamten Untersuchungszeitraums: Die Koeffizienten γ_1 variieren zwischen 0,27 und 0,78. Das betrachtete Portefeuille aus Immobilienaktiengesellschaften kann somit als defensives Investment relativ zum Aktiengesamtmarkt charakterisiert werden. Bei Betrachtung der Inflationsparameter γ_2 und γ_3 fällt ein Strukturbruch ab der dritten Subperiode (1986 – 1990) auf. Das Vorzeichen des Parameters für die erwartete Inflation fällt für die beiden ersten Subperioden (wie für den gesamten Untersuchungszeitraum) negativ und für die beiden folgenden Zeitabschnitte positiv aus. Der Parameter für die nicht antizipierte Inflation verhält sich vice versa.

Folgende Conclusio ergibt sich aufgrund unserer Untersuchungen: Das betrachtete Portefeuille aus Immobilienaktiengesellschaften läßt sich als generell defensive Kapitalanlage relativ zum Aktiengesamtmarkt einstufen. Die mit einer Immobilienanlage assozierten Inflationshedge-Eigenschaften konnten für das fokussierte Portefeuille auf einer statistisch gesicherten Basis nicht nachgewiesen werden. Daher kann die Substitutionseigenschaft von Immobilienaktienanlagen für Direktinvestitionen in Immobilien zumindest angezweifelt werden.[17]

Stephan Martin/Dr. Raimond Maurer, Universität Mannheim, 68131 Mannheim, Schloß

17 Diese Arbeit wurde finanziell unterstützt von der *Prof. Dr. A. Tröbliger-Stiftung.* Alle Interpretationen und Schlußfolgerungen sind ausschließlich die der Autoren.

Mietincentives und ihre Bewertung

Torsten Bülow/Ramon Sotelo, Berlin

1. Einleitung

In den letzten Jahren, und sicherlich nicht unbeeinflußt durch die aktuelle Marktsituation ist es insbesondere bei gewerblichen Vermietungen üblich geworden, neben einer Nettomietvereinbarung weitere Vereinbarungen zu treffen, sogenannte Incentives, die die effektive Belastung des Mieters entscheidend mitbestimmen können. Oft werden solche Regelungen von Projektentwicklern bei der Erstvermietung mit dem Ziel getroffen, die Höhe der nominell ausgewiesenen Mietzahlungen zu maximieren. Hier verbirgt sich gelegentlich die Hoffnung, bei einer Verwertung einen höheren Verkaufspreis zu erzielen. Schließlich werden gewerblich genutzte Objekte vorwiegend aufgrund ihres Mietertrages bewertet, wobei die Praxis in der Regel je nach Lage und Zustand des Objektes sowie Bonität der Mieter, die jährlichen Nettomieteinnahmen mit einem Faktor (Multiplikator) bewertet. Je höher die Incentives für den Mieter ausfallen, desto eher ist dieser bereit, eine höhere nominelle Miete zu akzeptieren.

Mit dem Auftreten von Mietverträgen, bei denen die nominell ausgewiesene Miete kein verläßlicher und genauer Anhaltspunkt mehr für den tatsächlichen Wert des Mietvertrages ist, stellt sich zugleich die Frage der möglichen Bewertung solcher Vertragskonstellationen. Gerade die Verfechter angelsächsischer Bewertungsverfahren wittern im Kampf gegen die deutschen Wertermittlungsverfahren – welche sich in der Wertermittlungsverordnung von 1988 wiederfinden – dahingehend Morgenluft, als sie mit der – in der angelsächsischen Bewertung üblichen Discounted-Cash-Flow-Methode (DCF-Method) die Problematik der mit Incentives bestückten Mietverträge liquiditäts- und barwertmäßig genau abbilden können.

In diesem Aufsatz wird gezeigt, daß die geschilderte Problematik auch im Rahmen der WertV 88 lösbar ist. Die grundsätzliche Überlegenheit der deutschen Wertermittlungsmethodik als präferenzfreie Wertermittlung gegenüber der angelsächsischen Wertermittlung (siehe *Sotelo in GuG 1995, 91*) bleibt somit bestehen. Zugleich soll der Aufsatz dem Leser ein Instrumentarium an die Hand geben, mit dem die üblicherweise formulierten Incentives-Regelungen in eine Effektivmiete umgerechnet werden können.

2. Bedeutung und Erscheinungsbild von Incentives

Im gewerblichen Bereich sind Mietverträge für Handelsflächen von sonstigen Gewerbeflächen, insbesondere Büroflächen zu unterscheiden. Bei Handelsflächen sind die Nutzer und Nachfrager der Flächen nicht die Mieter, sondern deren Kunden. Die Miete richtet sich nach dem Umsatzpotential und den tatsächlich realisierten Umsätzen. Es

ist bekannt, daß jede Einzelhandelsbranche einen bestimmten Prozentsatz des Umsatzes an Miete erwirtschaften kann. Liegt die Miete nachhaltig darüber, ist die wirtschaftliche Basis des Einzelhändlers gefährdet. Staffelmietvereinbarungen, mietfreie Zeiten und Umsatzmieten können als Versuche der Vermieter begriffen werden, Betreiber von Einzelhandelsflächen von einem Standort zu überzeugen, Umsatzrisiken mit zu übernehmen und anfänglichen Liquiditätsengpässen vorzubeugen. Da die nachhaltig erzielbare Miete von Einzelhandelsimmobilien primär auf der Grundlage der tatsächlichen bzw. erzielbaren Umsätze ermittelt wird, kommt der aus der Mietvertragsgestaltung resultierenden effektiven Miete nicht annähernd die Bedeutung zu, welche sie bei der Bewertung vermieteter Büroflächen hat; schließlich würde ein sachverständiger Bewerter einer Einzelhandelsimmobilie auch nicht die effektiv gezahlten Mieten für eine Bewertung zugrunde legen, wenn diese im Durchschnitt 25 % des Umsatzes ausmachen. Im weiteren Fortgang findet daher die Effektivmietberechnung für typische Einzelhandelsmietverträge keine gesonderte Behandlung.

Bei der Bürofläche sind die Verhältnisse anders. Hier ist der Mieter zugleich der Nutzer. Dieser fragt die Fläche als Produktionsfaktor nach. Seine Nachfrage ist relativ preisunelastisch (siehe auch *Bone-Winkel* und *Sotelo* in *1995, 199*). Schließlich spielen die Mietkosten bei einem Büronutzer im Verhältnis zu den Personalkosten in der Regel nur eine untergeordnete Rolle.

Wenngleich eine liquiditätsmäßige anfängliche Unterstützung seitens des Vermieters nicht die Bedeutung hat, die sie bei der Vermietung von Handelsflächen hat, lassen sich auch hierbei vernünftige Gründe für die Verwendung von Incentives finden. So ist denkbar, daß der Vermieter (z. B. aufgrund besserer Bonität) einen leichteren Zugang zum Kapitalmarkt hat und sich daher preiswerter als der Mieter refinanzieren kann. Diese Finanzierungskostenvorteile kann er dem Mieter beispielsweise mit Hilfe der Gestaltung des Mietvertrages mit mietfreien Zeiten oder Staffelvereinbarungen weiterreichen.

Wenngleich einige Vereinbarungen über die Indexierung als Wette über die zukünftige Inflationsentwicklung interpretiert werden können und einige Mietvertragsincentives auch für die Vermietung von Büroflächen ihre wirtschaftliche Berechtigung haben ist doch im Regelfall davon auszugehen, daß Art und Maß der Verwendung von Incentives auch zur bewußten Schaffung von Intransparenz gegenüber Käufern von Objekten und insbesondere auch gegenüber Mietern dienen. Aus der Praxis sind häufig Anekdoten vernehmbar, wonach Mieter in zähen Mietvertragsverhandlungen ihre wirtschaftliche Position verschlechtern, obgleich sie gefühlsmäßig noch etwas Terrain gut gemacht zu haben meinen.

Unabhängig von der wirtschaftlichen Berechtigung von Incentives-Regelungen bedarf es eines Begriffes der effektiven Miete und damit der Berechnung dieser zur Bewertung von Mietverträgen.

3. Konzeption der effektiven Miete

Obgleich der Leser über den Begriff der effektiven Miete eine gewisse Vorstellung haben wird, bedarf es doch einer genauen Definition. Der Begriff der effektiven Miete (bekannt ist der Begriff des effektiven Jahreszinses aus der Preisangabenverordnung) deutet auf die wirtschaftliche Ähnlichkeit von Miet- und Kreditverträgen hin. Schließlich ist ein Mietvertrag wirtschaftlich gesehen ein Kreditvertrag, bei dem der Mieter dem Kreditnehmer, der Vermieter dem Kreditgeber, die Mietsache dem Kreditbetrag und die Mieten dem Kapitaldienst entsprechen (siehe *Sotelo* in *WM 11/96*). So wie bei einem Kreditvertrag mittels unterschiedlicher Regelungen über die Zahlungsweise des Kapitaldienstes etc., die effektive Belastung des Kreditnehmers von der nominellen abweichen kann, kann bei einem Mietvertrag über unterschiedliche Gestaltungen ein ebensolcher Effekt erzielt werden. Die Formulierung einer effektiven Miete verlangt nach einer Standardisierung von Mietvertragsparametern. Darüber hinaus – und hier zeigt sich der wesentliche Unterschied zum Kredit als Vertrag über nominelle Werte – muß eine Annahme über die Entwicklung der Inflation getroffen werden.

Die monatliche Effektivmiete pro Quadratmeter eines zu untersuchenden Mietvertrages ist jene Miete, die ein zu Standardkonditionen abgeschlossener Mietvertrag bei einer bestimmten angenommenen Inflationsrate aufweisen würde, wenn die jeweiligen Zahlungsreihen des zu untersuchenden und des Standardmietvertrages den gleichen Barwert aufweisen.

Mit der barwertigen Betrachtung ergibt sich, daß zur Bestimmung der Effektivmiete neben einer Inflations- auch eine Zinsannahme zu treffen ist. Im Gegensatz zur Inflation, welche ex ante nicht bekannt ist, sind am Markt geeignete Zinssätze zur Abzinsung zukünftiger Zahlungen bereits heute ablesbar.

Auf der Grundlage des genannten Standards sowie der üblichen Incentives-Regelungen lassen sich die gängigsten Mietvertragsklauseln in eine effektive Monatsmiete einrechnen. Wenngleich zwei gleiche effektive Monatsmieten barwertig und somit ex ante (so die Definition) gleichwertig sind, müssen sie nicht zwangsläufig ex post zum gleichen Ergebnis führen. So haben verschiedene Incentivesregelungen eine unterschiedliche Sensitivität auf die Inflationsentwicklung. Die Sensitivität auf Inflationsraten, aber auch die unterschiedliche Abhängigkeit des Vermieters von der Mieterbonität werden weder bei der DCF-Methode noch beim Konzept der effektiven Miete explizit berücksichtigt. Mit beiden Methoden lassen sich hingegen diese Sensitivitäten durch Verwendung verschiedener Annahmen zur Inflationsentwicklung abbilden.

Mit Hilfe der effektiven Miete werden Mietverträge bezüglich ihres wirschaftlichen Wertes vergleichbar. Gutachterausschüsse sind aufgefordert, bei der Ermittlung der Liegenschaftszinsen von effektiven und nicht von nominellen Mieten auszugehen. Umgekehrt können so Sachverständige bei der Ermittlung von Verkehrswerten im Rahmen des Ertragswertverfahrens nach § 16 ff. WertV 88 unter Zugrundelegung nachhaltiger effektiver Mieten mit den so ermittelten Liegenschaftszinsen präferenzfrei Verkehrswerte ermitteln.

Im folgenden Abschnitt wird ein Ansatz dargestellt, mit dessen Hilfe dem Sachverständigen die Berechnung der Effektivmiete ermöglicht wird.

4. Berechnung

Zunächst ist ein Mietvertragsstandard zu formulieren:

Mietzahlungen erfolgen während der gesamten Mietzeit monatlich vorschüssig. Die Miete wird zu 100 % an den 4-Personen-Standard-Index gekoppelt und erhöht sich je-

weils bei fünf Punkten Indexveränderung. Die Schönheitsreparaturen trägt der Mieter. Investitionen in die Mietsache, insbesondere die Errichtung von Stellwänden und andere Trockenbaumaßnahmen trägt der Mieter. Zuzüglich zur Miete sind Vorschüsse auf die gesamten Nebenkosten nach II. BV zu entrichten, die jährlich abzurechnen sind; gleiches gilt für Heizkosten.
Selbstverständlich können auch andere Standards formuliert werden. Die Praxis zeigt jedoch, daß dieses ein Standard ist, von dem aus üblicherweise verhandelt wird.
Als typische Incentives zeigen sich insbesondere:

- Mietfreie Zeit (insbesondere am Anfang der Mietzeit),
- Weniger als zwölf Monatsmieten pro Jahr,
- Staffelvereinbarungen,
- Indexierungen, die zu weniger als 100 % anpassen,
- Prozentindizes anstatt Punktregelungen,
- Anfängliches oder zwischenzeitliches Aussetzen der Indexregelungen,
- Anpassung nach erst zehn oder noch mehr Punkten beim Index,
- Schönheitsreparaturen trägt Vermieter,
- Vermieter trägt Investitonen in Mietfläche, insbesondere Inneneinrichtungen und Inventar,
- Vermieter trägt Nebenkosten ganz oder teilweise,
- Nebenkosten werden pauschaliert und – oder gekappt mit oder ohne Indexierungen,
- Mieten werden nachschüssig und auch quartalsweise gezahlt,
- Die vereinbarte Mietfläche entspricht nicht der Nettonutzfläche nach DIN 277.

Die Berechnung der effektiven Miete kann in einem Annäherungsverfahren mit Hilfe eines Tabellenkalkulationsprogramms folgendermaßen vorgenommen werden:
In einer ersten Spalte wird auf monatlicher Basis der Verlauf der tatsächlichen Mietzahlungen bei einer angenommenen möglicherweise auch sich im Zeitablauf verändernden Inflationsrate abzüglich der Werte für weitere Incentives eingegeben. In einer zweiten Spalte wird der jeweilige periodische Barwert der Zahlungen errechnet. In einer dritten Spalte wird eine Zahlungsreihe von einer beliebigen Miete ausgehend erstellt, die ohne Incentives nominell unter der Standardvariante entsprechend den Inflationsannahmen von Spalte 1 voranschreitet. Diese Reihe wird so erstellt, daß die Miete der folgenden Periode jeweils mittels einer multiplikativen Verknüpfung von der vorangegangenen Miete mit dem Inflationsindex entsteht. Von diesen periodischen Werten werden ebenso in einer Spalte 4 die Barwerte gebildet. Nunmehr wird unter den Barwerten der Zahlungsreihen in Spalte 2 und 4 die Summe der Barwerte errechnet. Die effektive Miete der Zahlungsreihe der Spalte 1 ist dann jene Miete, mit der die Zahlungsreihe 3 beginnt, wenn die Summen der Barwerte der Spalte 2 und 4 gleich groß sind. Um diese Miete zu finden, variiert man die erste Mietzahlung der Spalte 3 so lange, bis sich die aufsummierten Barwerte entsprechen.
Das nachfolgende Beispiel zeigt eine sehr vereinfachte Rechnung:
Es wird unterstellt, daß keine Inflation besteht. Der Mietvertrag ist so bestimmt, daß bei einer zehnjährigen Laufzeit die ersten drei Jahre mietfrei sind, ab dem vierten Jahr die

Beispiel i=6 % p. a.				
Jahr	Spalte 1	Spalte 2	Spalte 3	Spalte 4
1	0,00	0,00	29,75	28,07
2	0,00	0,00	29,75	26,48
3	0,00	0,00	29,75	24,98
4	40,00	31,68	29,75	23,56
5	40,00	29,89	29,75	22,23
6	50,00	35,25	29,75	20,97
7	50,00	33,25	29,75	19,79
8	50,00	31,37	29,75	18,67
9	50,00	29,75	29,75	17,61
10	50,00	27,92	29,75	16,61
Summe		218,96		218,96

Miete zunächst für zwei Jahre 40 DM/m² und dann ab dem sechsten Jahr 50 DM/m² pro Jahr beträgt.
Bei diesem Beispiel beträgt die effektive Miete 29,75 DM/m² bei einem Diskontierungszins von 6 %. Zu beachten ist jedoch, daß, wie beim Factoring auch, Zahlungen, die zu einem späteren Zeitpunkt entstehen eigentlich mit einem höheren Zinssatz als solche, die zu einem früheren Zeitpunkt entstehen, diskontiert werden müssen. Dies ergibt sich aus der steigenden Zinskurve.
Einen Algorithmus zu entwickeln, der sämtliche genannten Incentivesregelungen beachtet, wird nicht leicht sein und muß als Programmieraufgabe bestehen bleiben.

5. Fazit

Es zeigt sich, daß die Praxis, wonach neben der nominellen Miete weitere Vereinbarungen getroffen werden (sogenannte Incentives) teilweise ihre Berechtigung in unterschiedlichen Einschätzungen über die Zukunft insbesondere über die Inflationsentwicklung, aber auch unterschiedliche Refinanzierungsmöglichkeiten am Kapitalmarkt widerspiegeln kann. Daneben ist gezeigt worden, daß die nominelle Miete in Verbindung mit den unterschiedlichen Incentives bei Festsetzung eines Standardmietvertrages und entsprechenden Annahmen über die Inflation in eine Effektivmiete umgerechnet werden kann. Bei Verwendung von effektiven Mieten kann die der angelsächsischen Bewertung überlegene Wertermittlung nach WertV 88 weiterhin erfolgreich zur Bewertung von Gewerbeimmobilien Verwendung finden. Die Gutachterausschüsse sind aufgerufen, bei der Bestimmung der Liegenschaftszinsätze über die Kaufpreissammlung die Mietverträge insbesondere bei Büroflächen auf die Effektivmiete hin zu untersuchen um, somit Vorarbeit für eine sachverständige Ertragswertermittlung im Rahmen der Wertermittlungsverordnung von 1988 zu ermöglichen.

Torsten Bülow, Heinrich-Roller-Str. 16, 10405 Berlin
Ramon Sotelo, Königswinterstr. 8, 10318 Berlin