



VERBAND DEUTSCHER PFANDBRIEFBANKEN

Repräsentant
und Stimme seiner
Mitgliedsinstitute

Aareal Bank ... apoBank ... BayernLB ... Berlin Hyp ... Commerzbank ... COREALCREDIT BANK ... DekaBank ... Deutsche Hypo ... Deutsche Kreditbank ... Deutsche Postbank ... Deutsche Schiffsbank ... Dexia Kommunalbank ... DG HYP ... Düsseldorf Hypothekenbank ... DVB Bank ... Eurohypo ... Hamburger Sparkasse ... Helaba Landesbank Hessen-Thüringen ... HSH Nordbank ... Hypo Real Estate Bank ... Hypo Real Estate Holding ... HypoVereinsbank ... IKB Deutsche Industriebank ... Kreissparkasse Köln ... LBBW ... Münchener Hyp ... NORD/LB ... PB Firmenkunden ... SEB ... Sparkasse KölnBonn ... VALOVIS BANK ... WarburgHyp ... Westdeutsche ImmobilienBank ... WestLB ... WL BANK ... Wüstenrot Bank ...

Marktwerte von Immobilien: Brauchen wir neue Ermittlungsverfahren?

Welchen Wert hat eine Immobilie? Die Meinungen gehen naturgemäß auseinander. Sachverständige ziehen als Richtschnur oft die Wertermittlungsverordnung (WertV) heran. Nach über 20 Jahren wird sie jetzt novelliert und heißt dann Immobilienwertermittlungsverordnung (ImmoWertV).

Die Welt der Immobilienwirtschaft hat sich weiter gedreht seit 1988. Deutschland ist größer geworden – um die neuen Bundesländer. Es gibt Stadumbauprogramme in Ost und West. Der demographische und der wirtschaftliche Wandel greifen immer mehr um sich. Schließlich ist das Immobiliengeschäft internationaler geworden und orientiert sich heute stärker am Kapitalmarkt. Deshalb sind sich alle Betroffenen über eines einig: eine Anpassung der WertV an die aktuellen Verhältnisse ist nötig.

Basis vieler Entscheidungen

Der auf der Grundlage dieser Verordnung ermittelte Markt- bzw. Verkehrswert erfüllt viele Funktionen: Er bildet die Basis für die Bilanzierung von Unternehmens-Immobilien und ist Grundlage bei Zwangsversteigerungsverfahren. Und er

ist gemeinsam mit dem Beleihungswert von wesentlicher Bedeutung für Kreditentscheidungsprozesse der Immobilienfinanzierer.

Ein vom Bundesministerium für Verkehr, Bau und Stadtentwicklung (BMVBS) eingesetztes Expertengremium hat im April 2008 einen Bericht zur Novellierung der WertV vorgelegt. Demnach ist eine umfassende Fortentwicklung nötig. Im Dezember hat das Ministerium einen Entwurf der novellierten Verordnung veröffentlicht. Darin werden beispielsweise Begrifflichkeiten systematisiert. Heute bestimmt die Frage, wie viel Energie eine Immobilie verbraucht, zunehmend ihren Wert. Das hat Eingang in den Entwurf gefunden. Im Sinne einer Deregulierung werden zahlreiche ergänzende Vorschriften gestrichen. Alle diese Vorschläge sind sinnvoll und unumstritten.

Wertermittlungsverfahren in Deutschland ...

Wie die bislang geltende Verordnung regelt der Entwurf der Neufassung die drei bewährten Verfahren zur Ermittlung des Vergleichswerts, Ertragswerts und Sachwerts. Bei gewerblich und wohnwirtschaftlich genutzten Ertragsimmobilien ist das Ertragswertverfahren das einzig Praktikable. Seine wesentlichen Parameter sind die nachhaltig erzielbare Miete und der Liegenschaftszinssatz. Das normierte „deutsche Ertragswertverfahren“ zeichnet sich dabei dadurch aus, dass es den ermittelten Reinertrag aufteilt. Während der Boden „ewig“ genutzt werden kann, ist die Nutzungsdauer von Gebäuden befristet. Die novellierte Verordnung wird das bisher nur in der Wertermittlungsrichtlinie aufgeführte vereinfachte

Ertragswertverfahren in den Verordnungs-Stand erheben. Dabei wird der Ertragswert als Barwert der künftigen Reinerträge zuzüglich des abgezinsten Bodenwertes ermittelt. Die Trennung von Boden- und Gebäude- Ertrag ist international betrachtet außergewöhnlich zu nennen. Praktisch keine andere Wertermittlungsvorschrift kennt sie. Nicht zuletzt deshalb hat der Ordnungsgeber den Bedarf gesehen, den Ertragswert zu „internationalisieren“.

... und international

International üblich ist inzwischen das Discounted Cash Flow-Verfahren (DCF). Ursprünglich ist es ein Verfahren zur Unternehmensbewertung. Die Eigenart dieses Verfahrens ist die differenzierte Darstellung der Zahlungsströme jeder Periode des gewählten Zeitraums mit einer separaten Diskontierung der resultierenden Cash-Flows zu einem Kapitalwert. Die relativ komplexe Berechnung stand einer Verbreitung der DCF-Methode lange im Weg. Erst die Erkenntnis, dass die Ermittlung periodengerechter Cash-Flows zu einer verbesserten Transparenz führt, hat ihr in den letzten Jahren zum Durchbruch verholfen. Alle großen Immobiliengesellschaften setzen DCF inzwischen zur Überwachung der Zahlungsströme und Marktwerte ihrer Immobilienportfolien ein. Bei internationalen Banken ist es für den Abgleich der Cash-Flows aus der Immobilie mit der Kreditbelastung zum Standard geworden.

Die DCF-Methode stellt wie das Ertragswertverfahren auf die Ertragskraft der Immobilie ab. Ihre Bewertungsparameter werden jedoch anders ermittelt. Deshalb ermöglicht ihr Ergebnis eine unabhängige Plausibilisierung des Ertragswertes. Ein zusätzlicher Vorteil ist die Transparenz in den periodisierten Cash-Flows: Sämtliche Annahmen fließen in die Berechnung ein. Wie bei jeder seriösen Bewertung müssen Miet- und Leerstandsentwicklung, die voraussichtlichen Kosten für Instandhaltung, Instandsetzung und Modernisierung und aperiodisch auftretende Ereignisse wie umfangreiche Sanierungen hinterfragt und nachvollziehbar begründet werden. Die DCF-Methode ist jedoch ebenso wenig ein Prognosemodell wie das Ertragswertverfahren.

Ein weiterer Vorzug des DCF-Verfahrens ist, dass es auch in Phasen ein-

brechender oder sogar brachliegender Märkte realistische Wertansätze aus dem Cash-Flow und einem aus dem Kapitalmarkt abgeleiteten Zins für Immobilien ermitteln kann. Das sind zwar keine Marktwerte, da ein funktionierender Markt fehlt. Sie führen aber zu dem realen Wert, den Immobilien aufgrund ihrer Cash-Flows immer haben, unabhängig davon, ob auf dem Markt Transaktionen stattfinden.

Eingedeutschtes „DCF“ in der ImmoWertV

Unter der Bezeichnung „Ertragswertverfahren auf der Grundlage periodisch unterschiedlicher Erträge“ soll das DCF-Verfahren nach dem Willen des BMVBS Eingang in die ImmoWertV finden. Allerdings sollen nicht die tatsächlichen Erträge und Kosten hier eingehen, sondern nachhaltige Zahlungsströme. Zwischen beiden kann es aber erhebliche Unterschiede geben. Diese werden sich durch unterschiedliche Ansätze bei der eigentlichen Bewertung noch verstärken: Der Entwurf der ImmoWertV definiert beispielsweise keinen Diskontierungszinssatz. Stattdessen soll der Liegenschaftszins herangezogen werden. Beide sind aber nicht vergleichbar. So schließt der Diskontierungszinssatz die Inflationsrate nicht ein – anders als der Liegenschaftszins. Bisher fehlen in Deutschland Erfahrungssätze für den Diskontierungszins. Wenn sie sich gebildet haben, werden sie aber, ähnlich wie in den angelsächsischen Ländern, so genau sein wie die durch Gutachterausschüsse veröffentlichten Liegenschaftszinsen.

Weiter zwei Gleise erforderlich

Der Entwurf der ImmoWertV verpasst auch die Chance, Immobilienunternehmen und Banken weitere transparente und gutachterlich geprüfte Informationen über ihre Immobilien zur Verfügung zu stellen. Immobiliengutachter kennen Markt, Objekte und Marktgepflogenheiten so gut wie kaum jemand sonst. Ihre Annahmen sollten daher auch Grundlage

für die Immobilienbewirtschaftung bzw. -finanzierung sein. Die Immobilienwirtschaft wird aber leider auch nach der Novellierung mit zwei Bewertungen operieren müssen: Einer ImmoWertV-basierten für „öffentliche Zwecke“ und einer weiteren, internen für eigene Anforderungen. Die dafür erforderlichen Cash-Flow-Analysen werden auch künftig von Fachfremden oder angelsächsischen Beratungsunternehmen, die DCF aufgeschlossen gegenüber stehen, erstellt. Durch die praxisfernen Regelungen der vorgeschlagenen ImmoWertV vergibt sich Deutschland auch die Möglichkeit, international Einfluss auf die weitere Entwicklung der DCF-Methode zu nehmen. Denn ein fehlender Standard führt dazu, dass die inzwischen weit verbreitete angelsächsische Software zunehmend zum international anerkannten Maßstab wird.

Internationalisierung gescheitert

Das Ertragswertverfahren ist und bleibt das bestimmende Wertermittlungsverfahren in Deutschland. Das DCF-Verfahren ist ein weiteres anerkanntes Verfahren zur Ermittlung des Marktwertes einer Immobilie anhand der eingehenden Erträge. Das vom BMVBS vorgeschlagene „Ertragswertverfahren auf der Grundlage periodisch unterschiedlicher Erträge“ ist ein völlig anderer Ansatz im Vergleich zu international üblichen DCF-Methoden.

Mit Ausnahme von Bewertungen nach dem Baugesetzbuch wird zwar niemand verpflichtet sein, die ImmoWertV als Basis eines Gutachtens heranzuziehen. Aber schon die bisherige WertV hat sich zum Standard für die Ermittlung des Marktwertes entwickelt. Die Gefahr ist deshalb groß, dass dieser deutsche Sonderweg als (vermeintliche) „DCF-Methode“ Eingang in zahlreiche Immobilienwert-Gutachten findet. Das wird bei den Lesern für erhebliche Verwirrung sorgen. Die Internationalisierung des deutschen Wertermittlungsrechts ist an diesem Punkt nur gescheitert zu nennen.



**VERBAND DEUTSCHER
PFANDBRIEFBANKEN**

| Immobilien- | Staats- | Schiffsfinanzierung |