Fehlverhalten bei der Beleihungswertermittlung und Immobilienfinanzierung

Ramon Sotelo

In der deutschsprachigen Literatur zu Immobilienbeleihungsfragen schwelt ein Meinungskonflikt hinsichtlich der Ermittlung von Beleihungswerten. Während eine Gruppe von Autoren meint, Beleihungswerte von Verkehrswerten ableiten zu können, vertritt eine andere die These des originären Charakters des Beleihungswertes.

Dieser Konflikt wird hier nun erneut zur Diskussion gestellt. Ramon Sotelo unterzieht den Begriff des Verkehrs- und Beleihungswertes einer ökonomischen Analyse. Dabei zeigt sich nach Ansicht des Autors, daß die Interpretation des Beleihungswertes als ein modifizierter Verkehrswert zu einem Finanzierungsfehlverhalten der Banken führen muß. Und damit sei ein Erklärungansatz für die neue Vorsicht vieler Banken bei Projektfinanzierungen identifiziert, der jenseits einer psychologischen Argumentation liegt.

(Red.)

Seit der „Schneider-Affäre" sind die Banken insgesamt vorsichtiger bei der Beurteilung von Finanzierungsanträgen von Immobilienprojekten, aber auch von Objekten geworden. Hört man genauer auf die Klagen der Projektentwickler, so greift die Formulierung „vorsichtig geworden" noch zu kurz: Von panischer Neubewertung bereits eingegangener Engagements ist die Rede, vom Ende des großen Immobilienzykluses, von einem strukturellen Angebotsüberhang gewerblicher Flächen und selbst das Gespenst der Wohnungshalden taucht vereinzelt wieder auf.

Es stellt sich die Frage, wie es überhaupt passieren kann, daß die Banken innerhalb eines recht kurzen Zeitraums einen so gewaltigen Meinungsumschwung vollziehen können, wo doch gerade das Immobilienkreditgeschäft eher langfristig angelegt sein sollte. Natürlich kann man versucht sein, die Frage mit psychologisch gefärbten Argumenten zu beantworten, doch gibt es möglicherweise auch grundsätzliche ökonomische Verständnisprobleme über die Immobilienbeleihung, die einen solch plötzlichen und radikalen Meinungsumschwung erklären können. Ein solches grundsätzliches Problem ist in Deutschland die Frage der Beleihungswertermittlung.

Der Beleihungswert nach § 12 HBG

Zur Analyse dessen, was unter einem Beleihungswert zu verstehen ist, wird vom Begriff des Beleihungswertes nach § 12 HBG ausgegangen, der nunmehr Eingang in das KWG gefunden hat und Immobilienfinanzierungen privilegiert[1]. Darüber hinaus werden Banken auch bei reiner Projektfinanzierung mit dem Begriff des Beleihungswertes operieren, also beispielsweise auch bei Mezzanine-Finanzierungen.

Nach § 12 HBG darf „der bei der Beleihung angenommene Wert des Grundstücks [...] den durch sorgfältige Ermittlung festgestellten Verkaufswert nicht übersteigen." Dabei sind „bei der Feststellung dieses Wertes [...] nur die dauernden Eigenschaften des Grundstücks und der Ertrag zu berücksichtigen, welchen das Grundstück bei ordnungsgemäßer Wirtschaft jedem Besitzer nachhaltig gewähren kann."

Nach § 12 Abs. 2 HBG kann der Verkehrswert, sofern er vorliegt, bei der Ermittlung des Beleihungswertes berücksichtigt werden. § 11 HBG stellt zwischen dem so ermittelten Beleihungswert und der Beleihung des Grundstücks ein lineares Verhältnis her (Beleihungsgrenze von drei Fünftel). Damit hängt die Beleihung von Grundstücken von der Höhe des Beleihungswertes ab.

Der Beleihungswert als derivativer Wert des Verkehrswertes

Die Literatur ist sich über die Ermittlungsmethodik und damit über das Wesen des Beleihungswertes trotz vieler Abhandlungen immer noch uneins. Einige Autoren vertreten die Grundauffassung, daß der Verkehrswert des Grundstücks Ausgangspunkt für den Beleihungswert ist. (Weyers 1994, Rd-Nr. 9 sowie Weyers 1984, S. 446). Demnach wird in der Ermittlungsmethodik zwischen Beleihungs- und Verkehrswert kein nennenswerter Unterschied gesehen (Stannigel 1991, S. 245). Schließlich bestünden in vielen Fragen der Wertermittlung von Immobilien heute einheitliche Auffassungen (Weyers 1984, S. 445).

Sollte der Beleihungswert als Dauerwert nicht dem Verkehrswert entsprechen, „kann jedoch durch geeignete Korrekturen (Risiko- oder Sicherheitsabschlag sowie Gewerbeabschlag) auch ein Beleihungs-, beziehungsweise Verkaufswert abgeleitet werden, der den Anforderungen der Kreditinstitute entspricht." (Weyers 1984, S. 445).

Schließlich weicht die Methodik der „Bestimmung der Ausgangswerte (nämlich Boden-, Bau- und Ertragswert) für die Ermittlung des Verkehrswertes nach WertV/WertR [...] weder in der Anwendung angemessener und vorsichtiger Wertmaßstäbe noch in der grundsätzlichen Methodik der Wertermittlung von den entsprechenden Bestimmungen in den Beleihungsgrundsätzen und Schätzungsordnungen der Kreditinstitute ab." (Weyers 1984, S. 446).

Dies ergebe sich auch daraus, daß kein Sachverständiger die zukünftige Wertentwicklung eines Objektes wie ein Prophet vorhersehen kann, weswegen der Beleihungswert immer ein im wesentlichen statischer Wert sein muß, dem die Verhältnisse zum Wertermittlungszeitpunkt (Stichtag) zugrunde liegen (Weyers 1994, Rd-Nr. 48).

Die Auffassung, wonach sich der Beleihungswert aus dem Verkehrswert ableitet beziehungsweise gar diesem entspricht, findet sich auch bei Landzettel 1980, S. 36, Vogel 1992, S. 660 ff., Weyers 1981 S. 44 ff. und Weyers 1990, S. 75.

Der Beleihungswert als originärer Wert

Bereits 1981 hat Volkher Kerl ganz deutlich herausgestellt, daß es sich „bei der Wertermittlung im Realkredit um etwas ganz anderes, als bei der Ermittlung eines Verkehrswertes" handele (Kerl 1981, S. 38). So ist der Beleihungswert „dagegen lediglich ein Hilfsmittel zur Risikobeurteilung im Entscheidungsprozeß einer Bank über die Gewährleistung eines Realkredites" (Kerl 1981, S. 38).

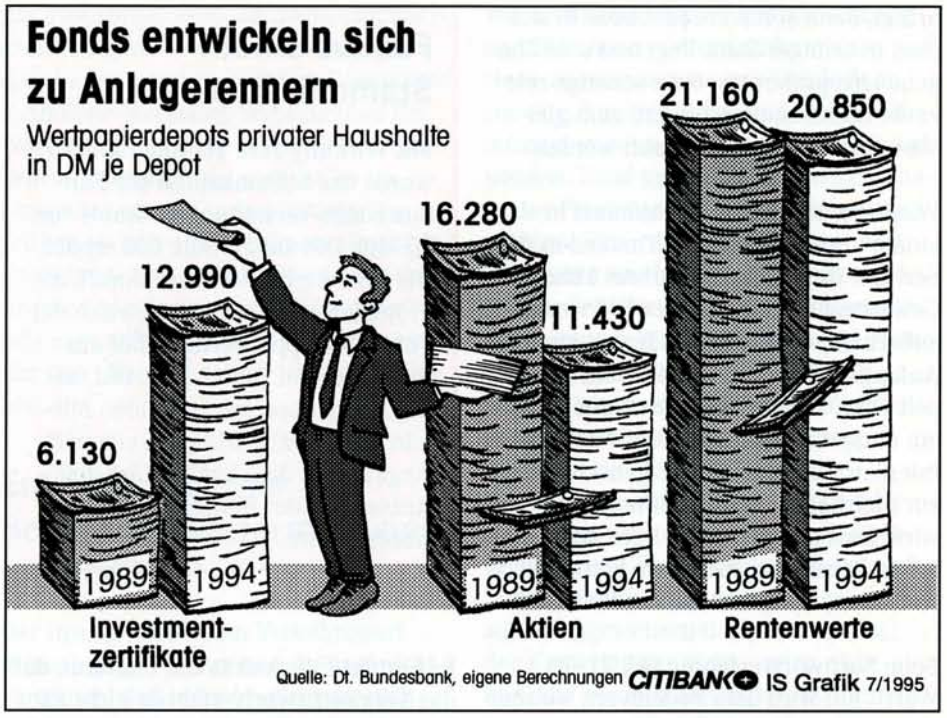
Von der Zielsetzung her unterscheiden sich Verkehrswert und Beleihungswert grundsätzlich:

- „Die Ermittlung des Verkehrswertes ist, weil vornehmlich zu Zwecken des Ausgleichs entgegengesetzter Interessen vorgenommen, auf den wahren, richtigen Wert gerichtet, der dem fraglichen Objekt zu einem bestimmten Stichtag beizumessen ist. Dabei kommt es regelmäßig darauf an, nicht nur Überbewertungen, sondern auch Unterbewertungen auszuschließen."
- „Der Beleihungswert ist demgegenüber schon aus seiner Zweckbestimmung heraus etwas völlig anderes. Er dient allein dazu, dem Kreditgeber eine verläßliche Vorstellung über die Eignung eines Grundstücks zur Absicherung eines regelmäßig langfristigen Kredites zu verschaffen." (Weiland 1985, S. 68).

Die Auffassung, wonach der Beleihungswert einen originären Wert darstellt, findet sich auch bei Fleischmann/Bellinger/Kerl 1979, S. 214; Goedecke/Kerl 1990, S. 78 f.; Kerl 1994, Rd-Nr. 17; Weiland 1980, S. 166 ff.; Weiland 1993, S. 68 u. S. 70 und Rüchardt 1993, S. 159 ff.

Wertermittlungsmethoden: eine Übersicht

Um die Frage nach der Zulässigkeit der Ableitung des Beleihungswertes aus dem Verkehrswert beantworten zu können, müsse man sich zunächst vertieft mit dem Begriff des Verkehrswertes befassen und die anderen Möglichkeiten der Wertermittlung kennenlernen.



Die deutsche Verkehrswertermittlung nach WertV 88

Ziel einer Verkehrswertermittlung nach § 192 BauGB ist es festzustellen, mit welchem Preis der Markt ein Objekt zu einem bestimmten Zeitpunkt bewerten würde. Die Wertermittlungsmethodik gibt dem Sachverständigen ein Instrumentarium an die Hand, mit dem er für Dritte nachvollziehbar ermitteln kann, welchen Preis der Markt einem bestimmten Objekt zeitpunktbezogen zubilligt. Das bedeutet auch, daß der Sachverständige nicht in die Zukunft schauen können muß; er muß nur beobachten können, wie der Markt aktuell die Zukunft bewertet.

Die deutsche Verkehrswertermittlung kennt entsprechend der Wertermittlungsverordnung von 1988 (WertV 88) drei unterschiedliche Wege zur Ermittlung des Verkehrswertes: So kann der Verkehrswert ermittelt werden über

- das Vergleichswertverfahren,
- das Ertragswertverfahren oder
- das Sachwertverfahren.

Das Vergleichswertverfahren (§§ 13 und 14 WertV 88) besteht letztlich darin, ein Grundstück A mit einem Grundstück B zu vergleichen, wobei der Preis des Grundstücks B aufgrund einer Kauftransaktion bekannt ist. Unterscheiden sich die Grundstücke, so werden diese Unterschiede aufgrund von Umrechnungskoeffizienten mit additiven oder multiplikativen Zu- und Abschlägen bedacht. Die Umrechnungskoeffizienten werden aufgrund der Kenntnis weiterer Kauftransaktionen empirisch ermittelt. Der Wert von Grund und Boden ist regelmäßig über das Vergleichswertverfahren zu ermitteln (§ 15 Abs. 2 WertV 88).

Der Kern des deutschen Ertragswertverfahrens (§§ 15-20 WertV 88) liegt in der Definition und Bestimmung der Liegenschaftszinssätze. Nach § 11 WertV 88 ist der Liegenschaftszins jener Zinssatz, „mit dem der Verkehrswert von Liegenschaften im Durchschnitt marktüblich verzinst wird." Dabei sind Liegenschaftszinssätze für „gleichartig bebaute und genutzte Grundstücke unter Berücksichtigung der Restnutzungsdauer der Gebäude" empirisch zu ermitteln (§ 11 Abs. 2 WertV 88).

Aus dem Liegenschaftszinssatz ergibt sich der Vervielfältiger. Wenn also Bürogebäude A, welches in einem Mittelzentrum liegt und ortsüblich vermietet ist, das 15-fache der Miete als Kaufpreis

bringt, dann sollte Bürogebäude B, welches in selbiger Stadt liegt und eine ähnliche Lagepräferenz sowie sonstige relevante Eigenschaften besitzt, zum gleichen Vervielfältiger verkauft werden.

Wenn ein Mietshaus (Wohnhaus) in einem unmodernisierten Zustand in der Berliner Innenstadt mit einem üblichen Gewerbeanteil von rund zwölf Prozent außerhalb von Laufgegenden zu einer Anfangsrendite von drei Prozent gehandelt wird, so geht man davon aus, daß ein entsprechendes, anderes Mietshaus mit gleichen relevanten Eigenschaften zur gleichen Anfangsrendite verkauft wird. Dies ist bereits der Kern der deutschen Bewertung nach dem Ertragswertverfahren, entsprechend der WertV 88.[2]

Beim Sachwertverfahren (§§ 21-25 WertV 88) wird dem Bodenwert, welcher sich wiederum als Vergleichswert ergibt, der Wert des Gebäudes zugerechnet. Dieser wiederum ergibt sich aus den auf den Bewertungsstichtag hochgerechneten Baupreisen abzüglich der Alterswertminderung.

Ökonomische Grundlagen der Wertermittlung nach WertV 88

Das Vergleichswertverfahren entsprechend der WertV 88 macht keine impliziten, beispielsweise theoriegeleiteten, Annahmen über die Abhängigkeit des Grundstückswertes von anderen Variablen. So wird beispielsweise kein Zusammenhang zwischen alternativen Kapitalmarktrenditen und Grundstückswerten postuliert.

Theoretische Ansätze ergeben sich beim Vergleichswertverfahren nur teilweise bei der Identifizierung derjenigen Merkmale, die für die Umrechnungskoeffizienten relevant sein können. Die WertV 88 spricht in § 10 Abs. 1 die Möglichkeit kausaler Zusammenhänge an, doch obsiegt die empirische Evidenz [§ 10 Abs. 2]. So verlangt § 10 Abs. 1 WertV 88 nur, daß „Wertunterschiede, die sich aus Abweichungen bestimmter wertbeeinflussender Merkmale sonst gleichartiger Grundstücke ergeben, [...] erfaßt werden" sollen. Doch wird kein unumstößlicher Zusammenhang aufgrund einer Theoriebildung formuliert. Vielmehr wird in § 10 Abs. 2 auf nachhaltige empirische Befunde Bezug genommen.

Fundus erhöht Stammkapital

Mit Wirkung zum 28. August 1995 wurde das Stammkapital der Fundus Fonds-Verwaltungen GmbH von 10 Mill. DM auf 20 Mill. DM erhöht. Die Bredero Deutschland GmbH, die Projektentwicklungsgesellschaft der Fundus-Gruppe, verfügt über ein Stammkapital von 12 Mill. DM, so daß die Gruppe mit haftenden Mitteln von 32 Mill. DM nach eigenen Angaben zu dem kapitalstärksten Anbieter in der Branche gezählt werden kann.

Es besteht Einigkeit in der Literatur, daß das Vergleichswertverfahren nicht zur Ermittlung von Beleihungswerten geeignet ist. Schließlich wird das Vergleichswertverfahren, im Gegensatz zu den beiden anderen Verfahren, auch nicht in § 12 Abs. 1 HBG genannt.

Bei der Bewertung von Immobilien nach der Ertragswertmethode handelt es sich ökonomisch gesehen ebenfalls um ein Vergleichswertverfahren. Das Ertragswertverfahren vollzieht nichts anderes als einen Vergleich der Bewertung bestimmter Erträge durch den Markt. Das Ertragswertverfahren ist somit eigentlich ein Vergleichswertverfahren im weiteren Sinne bei dem Art, Herkunft und Umfang des Ertrages die wesentlichen Merkmale für den Vergleich von Immobilien sind.

Die Verkehrswertermittlung nach dem Ertragswertverfahren hängt wesentlich von den Liegenschaftszinsen ab. Diese reflektieren sämtliche bewertungsrelevanten Umstände. Die Verkehrswertbewertung nach dem Ertragswertverfahren leitet die Liegenschaftszinssätze empirisch ab und versucht gerade nicht auf die einzelnen Determinanten derselben einzugehen. Vielmehr geht man davon aus, daß der Markt sämtliche Determinanten am besten berücksichtigen kann.

Im Gegensatz dazu nimmt das Sachwertverfahren auf tatsächliche, ehemalige Marktwerte (Baukosten) Bezug. Dabei wird implizit unterstellt, daß vergangene Baukosten verkehrswertrelevant sein können. Daß diese Annahme nicht kaufmännischen Grundsätzen entspricht („Der Kaufmann schaut in die Zukunft!"), ist bereits mehrfach einschlägig in der Literatur erwähnt worden. Im weiteren wird von der Behandlung des Sachwertverfahren abgesehen.[3]

Die Methodik der Verkehrswertermittlung folgt gedanklich der Annahme der Arbitragefreiheit, welche besagt, daß zwei identische Güter den gleichen Preis haben müssen. Das Ertragswertverfahren arbeitet, da emprirische Liegenschaftszinssätze Verwendung finden, somit mit präferenzfreier Bewertung. Solche Verfahren gehen immer von beobachtbaren Größen aus. Die beobachtbaren Größen sind dabei die Kaufpreise aus der Kaufpreissammlung der Gutachterausschüsse, die jeweils dazugehörigen Reinerträge (Mieten) sowie die Restnutzungsdauer. Aus diesen Werten berechnen sich die Liegenschaftszinssätze. Die Bewertung nach dem Sachwertverfahren entspricht hingegen nicht den ökonomischen Prinzipien einer präferenzfreien Bewertung.

Die Wertermittlungsverfahren nach WertV 88 stellen somit eine Form präferenzfreier Bewertung dar, die dem Sachverständigen als Instrumentarium zur Ermittlung dient, wie der Markt zu einem bestimmten Stichtag ein Objekt bewerten würde. Wieso und weshalb der Markt einer Immobilie zu einem Zeitpunkt einen bestimmten Verkehrswert zuordnet, kann und braucht über die Verkehrswertermittlung nicht beantwortet zu werden.

Immobilienbewertung aus Sicht des Investors

Wie Morgan/Harrop 1991 deutlich gemacht haben, interessiert sich der Investor herzlich wenig für die Anfangsrendite, sprich den Liegenschaftszins einer Immobilie. Vielmehr kann sich der Investor nur für die Gesamtrendite (Interner Zinsfuß) des eingesetzten Kapitals interessieren.

Der Investor möchte eine maximale Rendite bei einer bestimmten Risikosituation. Teilweise möchten Immobilieninvestoren daneben reale Aktiva erwerben, das heißt sicher vor Inflationsveränderungen sein.

● Mit dem Verkehrswertverfahren nach WertV 88 wird der Investor nicht feststellen können, inwieweit er bei einer bestimmten Investition Geld verlieren oder gewinnen wird. Was hilft es einem Investor zu wissen, der Betrag X sei der vom Markt angesetzte Preis, wenn er nicht weiß, welches die erwartete Rendite seines zu diesem Preis eingesetzten Kapitals sein wird.

● Die erwartete Rendite läßt sich ex ante nicht empirisch messen und kann somit auch nicht aus den Liegenschaftszinssätzen abgeleitet werden.

Der Investor muß sich letztlich Gedanken über den Verlauf der zukünftigen Erträge sowie über die von ihm zu fordernde Rendite machen. Dabei wird er zugrunde legen, daß die zukünftigen Mieterträge beispielsweise von der Inflation, der realen Wachstumsrate sowie von der Lage abhängen. Die von ihm geforderte Gesamtkapitalrendite wird beispielsweise vom nominellen Zinssatz sowie vom Marktrisiko abhängen. Mit Hilfe geschätzter zukünftiger Mieteinnahmen sowie der angesetzten Gesamtrendite kann der Investor nunmehr ausrechnen, was er für ein Objekt bezahlen kann.

Formal ergibt sich somit:

(I) $K = \sum ü_n / (1+r)^n$

mit
K = Kapitalwert (Barwert)
ü = Überschüsse
r = angesetzte Gesamtrendite
n = laufender Index (1 bis n)

Da der jeweilige Mietüberschuß der zukünftigen Perioden nicht konstant bleibt, kann die angesetzte Gesamtrendite r schon methodologisch nicht dem Liegenschaftszinssatz (der Anfangsrendite) entsprechen. Darüber hinaus entspricht r aber auch deshalb nicht dem Liegenschaftszinssatz, weil der Investor hier seine eigene Meinung hinsichtlich seiner Renditeforderung, die er zwangsläufig formulieren muß, in seine Berechnungen einbaut. Umgekehrt kann der Investor bei einem ihm zu einem festen Preis angebotenen Objekt somit berechnen, welche Rendite ihm das Objekt bei seinen Annahmen erbringen würde.

Die hier vorgestellte Methodik der Wertermittlung als Investorenrechnung entspricht der angelsächsischen Discounted Cash-Flow-Methode[4]. So brauchbar die Wertermittlung nach WertV 88 zur Verkehrswertermittlung auch ist, so unbrauchbar ist sie für den Investor um zu prüfen, ob sich eine bestimmte Investition rechnet. Der Verkehrswert kann dem Investor nur sagen, wie der Markt entscheiden würde, und kann damit auch nur den Charakter eines Hilfswertes haben.

Entwicklung einer Beleihungswertermittlungsmethodik

Der Investor muß dem Verkehrswert kritisch gegenüberstehen. Er darf nicht vertrauen, daß jeder Marktpreis auch zu einer auskömmlichen Rendite führen wird. Vielmehr muß er gerade mit Hilfe der präferenzorientierten Bewertung prüfen, ob sich der Markt nicht gerade in einer Überhitzungszone oder umgekehrt, ob sich der Markt möglicherweise in einer Schwächephase befindet, was einen günstigen Kauf ermöglicht.

Wenn wir von Immobilienfinanzierung und Beleihungswertermittlung sprechen, so meinen wir stets Objektfinanzierung. Kapitaldienst[5] und Sicherheit müssen allein aus dem Objekt befriedigt werden. Zwar kann es in der ersten Phase der Finanzierung zu einer liquiditätsmäßigen Unterdeckung kommen, doch muß diese letztlich über im Zeitablauf steigende Mieteinnahmen überkompensiert werden. Während das Objekt zu jedem Zeitpunkt die Kreditsicherheit stellt, leistet es nur über den Finanzierungszeitraum den Kapitaldienst.

Die Objektfinanzierung unterscheidet sich damit wesentlich von der Subjektfinanzierung. Zwar werden häufig auch Subjektfinanzierungen über Grundstücke abgesichert, doch muß hierbei der Kapitaldienst nicht - auch nicht über die gesamte Finanzierungsperiode hinweg - aus dem Grundstück erfolgen.

Objektfinanzierung bedeutet, daß die Bank wirtschaftlich betrachtet in das Objekt investiert. Die Bank wird Bondholder der Immobilieninvestition, auch wenn sie aufgrund der vereinbarten Partenteilung[6] eine andere Risiko/Ertrags-Struktur hat als der eigentliche Immo-

Ab welchem Einkommen ist §10e vorteilhafter?

Das Bundeskabinett hat beschlossen: Die staatliche Förderung für selbstgenutztes Wohneigentum soll umgestellt werden. Eine künftige Bauzulage löst die bisherige Förderung des „Bauherren-Paragraphen" 10e Einkommensteuergesetzes ab. Wer in naher Zukunft Wohneigentum erwerben will, sollte prüfen, welche Begünstigung ihm mehr Vorteile bringt. Um die Abzugsmöglichkeit des bisherigen Paragraphen 10e in Anspruch nehmen zu können, reicht es nach dem Willen des Finanzministeriums aus, wenn der Bauantrag oder Kaufvertrag noch vor dem 1. Januar 1996 gestellt oder abgeschlossen ist.

Eine von der LBS Bayern aufgestellte Tabelle kann dem Bauherrn oder Erwerber bei der Entscheidung helfen. Sie unterstellt ein gleichbleibendes zu versteuerndes Einkommen während des achtjährigen Förderzeitraumes. Bis zu den jeweiligen zu versteuernden Einkommen ist die neue Eigenheimzulage günstiger als der bisherige Steuerabzug nach Paragraph 10e.

Familienstand	zu versteuerendes Einkommen etwa in DM (Neubau)	zu versteuerndes Einkommen etwa in DM (Anschaffung eines Altbaus)
Alleinstehende ohne Kinder	50 000	40 000
Alleinstehende mit 1 Kind	55 000	60 000
Verheiratete ohne Kinder	80 000	70 000
Verheiratete mit 1 Kind	100 000	120 000
Verheiratete mit 2 Kindern	120 000	150 000

LBS Bayern

bilieninvestor (das heißt der mit Eigenkapital Investierende). Die Bank muß Sorge tragen, daß der Marktwert des Kreditengagements, nicht durch die zukünftige Ertrags- und Wertentwicklung der finanzierten Immobilie beeinträchtigt wird. Für die Bank kann daher der Marktwert (oder auch Verkehrswert) der Immobilie nur eine zusätzliche Information darstellen. Sie will nicht Sicherheit für die Höhe des Verkehrswertes, sondern nur für die Höhe der Beleihung zur Sicherung des Marktwertes ihres Kredites. Der Beleihungswert stellt den Wert dar, bei dem die Bank nicht befürchten muß, aufgrund der Ertrags- und Wertentwicklung der Immobilie Kapitaldienstprobleme zu bekommen oder gar im Falle eines zwangsweisen Verkaufes Verluste zu erleiden.

Der vollkommene Markt und der Beleihungswert

Vertreter des derivativen Beleihungswertes können in einem ersten Schritt zunächst argumentieren, daß die deutsche Verkehrswertermittlung aufgrund ihrer präferenzfreien Wertermittlung methodologisch der präferenzorientierten Wertermittlung überlegen (Sotelo, 1995), und somit auch als Ausgangspunkt für Beleihungswerte geeignet ist. Schließlich könne angenommen werden, daß der Immobilienmarkt recht vollkommen sei und damit auch die Performance des Marktes im Durchschnitt unschlagbar ist. Die Bank kann im Sinne einer portfolioorientierten Kreditpolitik davon ausgehen, daß gezahlte Preise brauchbare Werte sind, daß sie eigentlich nur Sicherheitsabschläge von den Verkehrswerten vorzunehmen braucht und daß sie darüber hinaus, versicherungstechnisch gesehen, in ihrem Portfolio unsystematische Risiken vernichtet. Insoweit unsystematische Risiken vernichtet werden, sind diese somit zur Beurteilung einzelner Kreditengagements auch nicht mehr relevant.

Dieser Argumentationskette kann mit der empirischen Evidenz begegnet werden, daß es zumindest im Immobilienmarkt offensichtlich Zeiten der Überhitzung und Unterkühlung, sogenannte Bubbles gibt; Zeiten also, in denen der Markt in die eine oder andere Richtung übertreibt. Solche Überhitzungs- und Unterkühlungsphasen sind bei Rössler/Langer/Simon/Kleiber 1990, S. 1, Rüchardt 1993, S. 169 ff. aber auch in der amerikanischen Literatur zum Beispiel bei Born/Pyhrr 1994, S. 458 beschrieben.[7]

WestInvest erwirbt Bürogebäude in Frankfurt

Die WestInvest Westdeutsche Grundstücks-Investment GmbH, Düsseldorf, hat für den Offenen Immobilienfonds WestInvest 1 das Bürohaus Mainzer Landstraße 65 in Frankfurt am Main erworben. Das Neubauobjekt wurde bereits an die ABM Amro Bank (Deutschland) AG, Köln, sowie an die Asea Brown Boveri AG, Mannheim, vermietet. Mit einer Bürofläche von 4 841 qm und 1 214 qm Lagerfläche gehört das Gebäude zu den größeren Objekten der „Bankenmeile" Frankfurts. WestInvest ist überzeugt, daß der Büroimmobilienmarkt in Frankfurt trotz einer Schwächeperiode langfristig sehr interessante Perspektiven aufweise. Deshalb plant die Gesellschaft ein weiteres Projekt im Frankfurter Bankenviertel.

Wenn die Bank als Bondholder mit dem Schicksal der Immobilie steht und fällt, muß sie sich auch eigene Gedanken über den Wert derselben machen, muß sie selbst prüfen, wie sie die Mietaussichten beurteilt und welches Marktrisiko sie sieht. Der Verkehrswert, das heißt die Sicht des Marktes, kann demnach auch für die Bank, wie in § 12 HBG angedeutet, nur ein Hilfswert[8] sein.

Die Bank muß sich eine eigene Meinung über die zukünftige nominelle Mietentwicklung machen, da hiermit ihr Kredit bedient werden soll. Daß sich die Bank eine eigene Meinung über die Mieten machen muß, bedeutet nicht, daß sie die aktuellen nachhaltigen Mieten statisch betrachten muß. Sie darf von Mietsteigerungen ausgehen, muß diese Steigerungen, seien sie lage-, wachstums- oder inflationsbedingt, jedoch selber vorsichtig schätzen.

Nachdem sich die Bank über die zukünftige Mietentwicklung des zu finanzierenden Objektes ein Bild gemacht hat, muß sich die Bank nunmehr eigene Gedanken über den Zins machen, mit dem sie die erwarteten nominellen Mieten diskontieren will. Dabei wird sie die unterschiedlichen Risiken, seien es Standort-, Betreiber- oder Vermietungsrisiken, selber abschätzen müssen. Diese Risiken werden den Zinssatz, mit dem die erwarteten Überschüsse ü diskontiert werden, mitbestimmen.

Inflationsänderungssicherheitsprämie und Beleihungswert

Während die Bank die zukünftigen nominellen Mieteinnahmen zwar vorsichtig, doch methodologisch wie der Investor bestimmen wird, muß sie einige Determinanten des bei der Diskontierung Verwendung findenden Zinsatzes r unbeachtet lassen. So ist es insbesondere zu Zeiten steigender und damit in der Regel auch volatilerer Inflationsraten seitens der Investoren Usus, unabhängig von der Erwartung schnell steigender nomineller Mieteinnahmen, den Diskontierungszins r eher niedrig zu wählen, da Immobilien nicht nur ein Investitionsobjekt darstellen, dessen Einnahmen (Mieten) mit der erwarteten Inflation steigen, sondern zudem Sicherheit vor unerwarteten Inflationsratenänderungen gewähren. Aufgrund dieser Sicherheit ist der Investor bereit, eine niedrigere Rendite zu fordern. Der Abschlag von der ohne diesen Aspekt geforderten Rendite kann so groß werden, daß die Eigenkapitalrendite (wohlgemerkt: nicht die Anfangsrendite) des investierten Eigenkapitals und damit die Gesamtrenditeforderung des Investors – jener von Morgan/Harrop 1991, bezeichnete Interner Zinsfuß – geringer als der nominelle Refinanzierungszins ausfallen kann.

Die Bank kann diese Inflationsänderungssicherheitsprämie (das heißt die Kosten für die Inflationsänderungssicherheit des Investors) nicht finanzieren, da diese Determinante nicht durch die Erträge beziehungsweise Eigenschaften des Grundstücks gedeckt (§ 12 Abs. 1 HBG), sondern durch eine mangelhafte Geldpolitik der Zentralbank verursacht wird. Sobald die Geldpolitik wieder ins Lot gerät, wird der Markt diesen Sicherheitsabschlag bei der Rendite nicht mehr akzeptieren, wird sich die Renditeforderung somit erhöhen, was c.p. auch die Liegenschaftszinsen erhöht

und damit die Verkehrswerte senkt. Eine Finanzierung der Prämie für die Inflationsänderungssicherheit käme einer Finanzierung zweifelhafter Geldpolitik gleich. Daß die Bank die Inflationsänderungssicherheitsprämien[9] nicht finanzieren darf, ergibt sich auch aus der Tatsache, daß die Passivseite der Bankbilanz im wesentlichen nominelle Werte umfaßt, die ebenso nominell bedient werden wollen.[10]

Die Höhe der Inflationsänderungssicherheitsprämie variiert über die Zeit und hängt insbesondere von den jeweiligen geldpolitischen Erwartungen ab. Damit wird die Höhe der Liegenschaftszinsen und damit der Verkehrswerte systematisch von einem Faktor determiniert, der nicht aus den dauernden Eigenschaften des Grundstücks und des Ertrages herrührt. Wenn der Verkehrswert stark von Determinanten geprägt wird, die sich nicht aus den dauernden Eigenschaften des Grundstücks und des Ertrages ergeben, dann ist der Verkehrswert auch nicht als Ausgangswert für die Ermittlung eines Wertes geeignet, der sich gerade nur aus den dauernden Eigenschaften des Grundstücks und des Ertrages ergeben soll (§ 12 Abs. 1 HBG). Da sich die Höhe der Prämien für die Inflationsänderungssicherheit auch nicht isoliert auf einem Teilmarkt messen läßt, kann der Beleihungswert auch nicht indirekt durch Herausrechnung dieser Determinante aus dem Verkehrswert gewonnen werden.

Beleihungswertermittlung

Nachdem die Bank ein Bild der zukünftigen Mieteinnahmen hat und den zur Diskontierung nötigen Zins r_B gefundenen hat, kann sie den Beleihungswert entsprechend der als Investorenrechnung eingeführten präferenzorientierten Bewertung ermitteln als:

$$\text{(II)}\quad B = \sum \ddot{u}_n / (r_B+1)^n$$

mit

B = Beleihungswert,

r_B = von Bank verwendeter Diskontierungszins.

Damit stellt sich der Beleihungswert als originärer Wert dar, der sich methodisch vom Verkehrswert unterscheidet. Die Methodik der Beleihungswertermittlung entspricht der Discounted Cash-Flow-Methode, wobei die Bank bei der Beleihungswertermittlung Inflationsänderungssicherheitsprämien bei der Bestimmung des zur Diskontierung Verwendung findenden Zinssatzes unberücksichtigt lassen muß.

Fazit

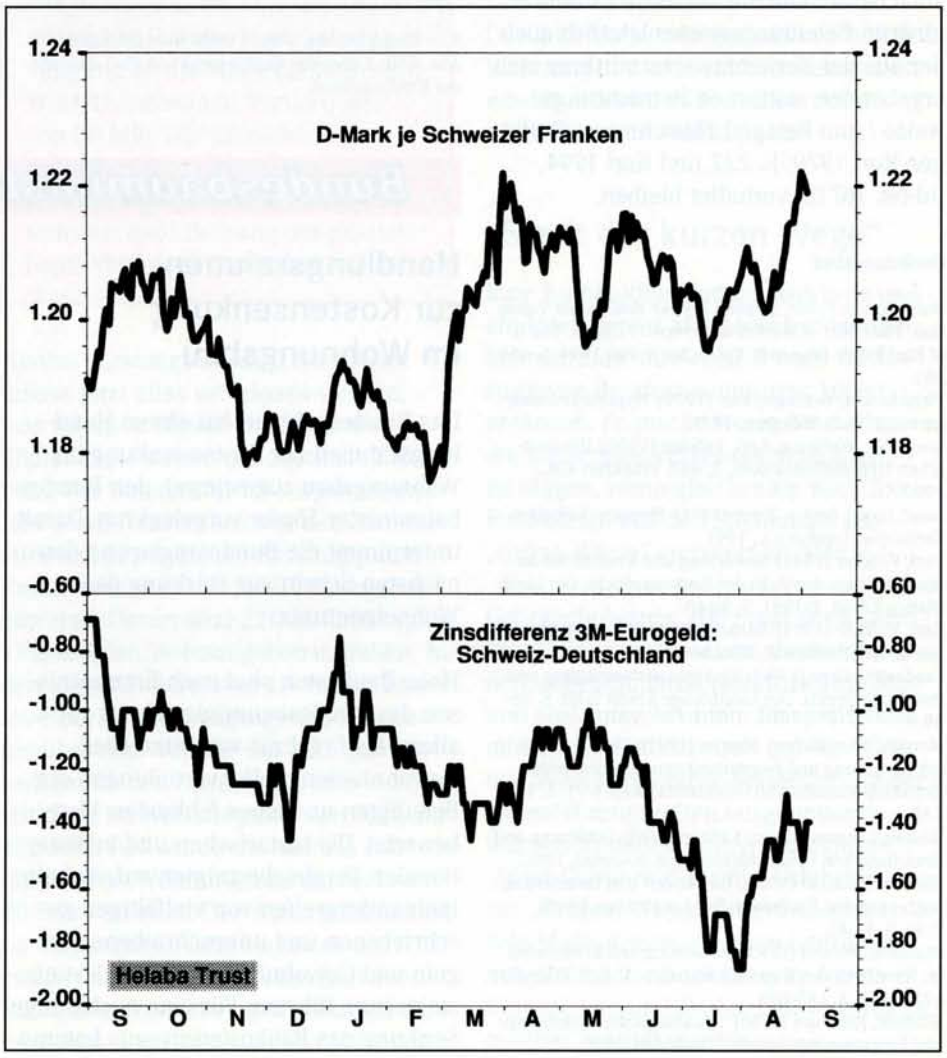
Es ist gezeigt worden, daß sich ein ökonomisch sinnvoller Beleihungswert nicht aus dem Verkehrswert ableiten läßt. Diese Feststellung ist zudem unabhängig von der definitiven Beurteilung der Vollkommenheit von Immobilienmärkten, da sich in Verkehrswerten auch immer monetäre Aspekte reflektieren, die nicht zu den in § 12 Abs. 1 HBG genannten Determinanten zählen.

Wenn der Beleihungswert aus dem Verkehrswert abgeleitet wird, so läuft die finanzierende Institution Gefahr, Bubbles nicht zu erkennen und damit in Zeiten einer Marktüberhitzung zu freudig und in solchen einer Marktunterkühlung zu vorsichtig zu finanzieren. Es kommt zu einem für die Bank gefährlichen prozyklischen Finanzierungsfehlverhalten.

Die Bank muß vielmehr zu einer eigenen Meinung über die zukünftige Ertragsentwicklung und den zur Diskontierung zu verwendenden Zinssatz gelangen. Methodologisch kann dabei auf die Discounted Cash-Flow-Methode zurückgegriffen werden, was einer präferenzorientierten Bewertung angelsächsischer Couleur entspricht.

Aus der dargelegten Analyse folgt nicht nur, daß der Verkehrswert methodologisch dem Beleihungs- beziehungsweise Verkaufswert nicht entspricht, sondern auch, daß aufgrund der unterschiedlichen Determinanten und der unterschiedlichen Ermittlungsmethoden der

Schweizer Franken trotzt Zinsmalus



jeweiligen Diskontierungszinssätze der Begriff des Ertragswertes nach §§ 15-20 WertV 88 weder methodisch noch vom Ergebnis dem Begriff des Ertragswertes nach § 12 Abs. 1 HBG entspricht. So führt der Ertragswert nach §§ 15-20 WertV 88 als Vergleichswertverfahren im weiteren Sinne zu einem präferenzfreien Verkehrswert, der sich für den Investor beziehungsweise die finanzierende Bank nicht unbedingt „rechnen" muß, während der Ertragswert nach § 12 Abs. 1 HBG zu einem präferenzorientierten Beleihungswert führt, welcher sich für die Bank „rechnen" muß, dem Verkehrswert aber nicht entsprechen muß.

Daß der beschriebene Meinungsstreit zwischen den Verfechtern eines originären beziehungsweise derivativen Beleihungswertes noch nicht endgültig beigelegt worden ist, mag nicht nur an der Dominanz des deutschen Sachverständigenwesens und der Sicherung von Pfründen liegen (siehe Weiland 1980, S. 171, Vogel 1992, S. 666), sondern auch daran, daß die Verfechter des originären Beleihungswertes letztlich auch der aus der Verkehrswertermittlung sich ergebenden statischen Betrachtungsweise (zum Beispiel Fleischmann/Bellinger/Kerl 1979, S. 222 und Kerl 1994, Rd-Nr. 167 ff.) verhaftet bleiben.

Quellenangaben

Born, Waldo; Pyhrr, Stephen (1994): Real Estate Valuation: The Effect of Market and Property Cycles. The Jl. of Real Estate Research, Vol. 9, No. 4, Fall 1994, S. 455-485.
Fleischmann/Bellinger/Kerl (1979): Hypothekenbankgesetz. 2. Aufl. München, 1979.
Goedecke, Wolfgang; Kerl, Volkher (1990): Die deutschen Hypothekenbanken. 3. Aufl. Frankfurt a.M., 1990.
Isaac, David; Steley, Terry (1991): Property Valuation Technique, London u.a., 1991.
Kerl, Volkher (1981): Bewertung und Krediturteil im Realkredit aus der Sicht der Bankenaufsicht. Der Langfristige Kredit, 2/1981, S. 36-40.
Kerl, Volkher (1994): Bankenaufsichtliche Anforderungen an den Realkredit. München 1994.
Landzettel, Gerd (1980): Verkehrswertermittlung und Beleihungspraxis. Der Langfristige Kredit 2/80, S. 36-39.
Morgan, John; Harrop, Martyn (1991): Neue Ansätze der Bewertung und Beurteilung von Anlageobjekten. Grundstücksmarkt und Grundstückswert 3/91, S. 128-132.
Rössler/Langner/Simon/Kleiber (1990): Schätzung und Ermittlung von Grundstückswerten. Neuwied, 1990.
Rüchardt, Konrad (1981): Objektwert und Dauerertrag begrenzen den Realkredit. Der Langfristige Kredit 2/81, S. 41-43.
Rüchardt, Konrad (1993): Bewertung und Krediturteil. In: Handbuch des Hypothekarkredits. 3. Aufl. Frankfurt a.M., 1993, S. 143-260.
Schmidt, Reinhard (1986): Grundzüge der Investitions- und Finanzierungstheorie. Wiesbaden, 1986.
Sotelo, Ramon (1995): Die WertV ist tot, es lebe die WertV - Ein finanzierungstheoretischer Vergleich deutscher und angelsächsischer Wertermittlungsverfahren. Grundstücksmarkt und Grundstückswert 2/1995, S. 91-96.
Stannigel, Hellmut (1991): Beleihungswert und Beleihungsgrenze von Immobilien im Blickfeld des Kreditprüfers. Grundstücksmarkt und Grundstückswert 5/91, S. 241-252 u. 6/91, S. 325-331.
Vogel, Roland (1992): Verkehrswert und Verkaufswert - gleich oder ungleich? Der Langfristige Kredit 20/92, S. 660-666.
Weiland, Hans-Otto (1980): Verkehrswert und Beleihungswert - Anmerkungen zu einem Vorschlag. Der Langfristige Kredit 6/80, S. 166-171.
Weiland, Hans-Otto (1985): Nochmals zum Thema: Bleihungsfragen beim Immobilienleasing. Der Langfristige Kredit 3/85, S. 68-73.
Weiland, Hans-Otto (1993): Verkehrswert und Verkaufswert im Realkredit - eine Erwiderung. Der Langfristige Kredit 3/93, S. 70.
Weyers, Gustav (1981): Verkehrswert und Beleihungswert - Gegensatz oder Synthese? Der Langfristige Kredit 2/81 S. 44-47.
Weyers, Gustav (1984): Entwicklung und Praxis der Wertermittlung bei gewerblich genutzten Grundstücken im (Real-) Kreditgeschäft. Der Langfristige Kredit 4/84, S. 446-452.
Weyers, Gustav (1990): Neue Grundsätze zur Ableitung des Beleihungswertes von Grundstücken bei Kredit- und Versicherungsinstituten. Grundstücksmarkt und Grundstückswert 2/90, S. 74-82.
Weyers, Gustav (1994): Beleihungswertermittlung in der Kreditwirtschaft, Rd-Nr. 9. In: Kleiber/Simon/Weyers: Verkehrswertermittlung von Grundstücken. Köln 1994, S. 1151-1217.

Fußnoten

1 So über § 20 Abs. 2 Nr. 5 sowie über Grundsatz I Abs. 9 Nr. 2 über das Eigenkapital und die Liquidität der Kreditinstitute.

2 Daß nach § 15 Abs. 1 WertV 88 zwischen dem Ertragswert des Gebäudes und dem Bodenwert unterschieden wird, hat den praktischen Vorteil, daß das Ertragswertverfahren über den konsequent gehaltenen § 20 WertV 88 auch bei minderwertig ausgenutzten bzw. obsoleten Immobilien zur Gesamtbewertung beibehalten werden kann. Diese Besonderheiten spielen jedoch im Rahmen dieser Untersuchung keine Rolle.

3 Da der Sachwert im Rahmen der Diskussion um Beleihungswerte im wesentlichen zur Überprüfung, inwieweit derzeitige Grundstückserträge in einem nachvollziehbaren Zusammenhang mit Grundstückseigenschaften stehen, dient, und für den Markt nachvollziehbare Grundstückseigenschaften über den Bodenwertanteil den Sachwert dem als Ertragswert gerechneten Verkehrswert annähern, und wir die Methodik der Bodenbewertung als Vergleichswert bereits behandelt haben, braucht uns der Sachwert methodologisch nicht weiter zu interessieren.

4 Anschauliche Darstellung u.a. bei Isaac/Steley 1991.

5 Rüchardt 1993 S. 145, damals noch anderer Meinung, siehe Rüchardt 1981, S. 41.

6 Siehe Schmidt, 1986 S. 174ff.

7 Es muß und soll an dieser Stelle nicht erörtert werden, ob die Existenz von Bubbles ein Zeichen für einen unvollkommenen Markt oder möglicherweise eher eins für ein unvollkommenes Marktmodell ist. Die finanzierende Bank muß sich diese Fragen nicht stellen; es dürfte reichen festzustellen, daß es Bubbles gibt, um sich vor ihnen in acht zu nehmen.

8 Fleischmann/Bellinger/Kerl 1979, S. 225.

9 Der Investor, welcher bereit ist, eine Sicherheitsprämie für die Vernichtung des Inflationsänderungsrisikos zu zahlen, handelt nicht irrational. Finanzierungstechnisch gesehen erwirbt der Käufer der Immobilie eine Option auf Sicherheit vor unerwarteten Inflationsveränderungen, die jedoch mit Eigenkapital zu finanzieren ist.

10 Schließlich betreibt die Bank nur die Vernichtung unsystematischer Risiken, übernimmt Aufgaben der Kreditüberwachung, betreibt Losgrößen- sowie Fristentransformation, wobei letzteres für Hypothekenbanken nicht zutrifft. ■

Bundesbauministerium

Handlungsrahmen zur Kostensenkung im Wohnungsbau

Das Bundeskabinett hat einem Handlungsrahmen zur Kostensenkung im Wohnungsbau zugestimmt, den Bundesbauminister Töpfer vorgelegt hat. Damit unternimmt die Bundesregierung den nächsten Schritt zur Stärkung des Wohneigentums.

Hohe Baukosten sind nach Erkenntnissen des Bundesbauministeriums vor allem das Ergebnis von Interessen, Gewohnheiten, Rollenverteilungen der Beteiligten und eines fehlenden Wettbewerbs. Die historischen und internationalen Vergleiche zeigten auf, daß ein Ineinandergreifen von vielfältigen geschriebenen und ungeschriebenen Regeln und Gewohnheiten zur Baukostensteigerung führten. Für eine nachhaltige Senkung des Baukostenniveaus komme es nun entscheidend darauf an, den Wettbewerb auf allen Stufen des Bauens zu intensivieren, das Interesse von Angebot und Nachfrage am kostengünstigen Wohnungsbau zu stärken und Hindernisse abzubauen, die einer Entfaltung von Märkten mit kostengünstigen Wohnungen und Eigenheimen entgegenwirken.

Ziel der Bundesregierung sei es, die am Baugeschehen Beteiligten zusammenzuführen, um ein abgestimmtes Vorgehen zu erreichen und durch eine gezielte Informations- und Öffentlichkeitsarbeit ein breites Kostenbewußtsein zu fördern. Geplant sei dazu im einzelnen:

- ein Mustervertrag für Bauherren, der preisgünstige Baustandards beinhaltet und Unsicherheiten bei möglichen Gewährleistungsansprüchen ausschließt;
- die Zertifizierung kostengünstiger Innovationen;