

Der neue IDW Standard ES 10: Grundsätze der Immobilienbewertung für Wirtschaftsprüfer

Mathilde Stanglmayr,
Berlin

Die tiefere Ursache der Finanz- und Wirtschaftskrise ist die Überschuldung. Der Prozess, der in dieses Stadium führt und weiter anhält, wird begleitet von Beteiligten, die die wirtschaftlichen Zusammenhänge der Realwirtschaft nicht zutreffend in Geldeinheiten abbilden und damit zur Zerstörung des Preismechanismus in den Märkten beitragen. Die Diskrepanz zwischen Realität und Abbildung von wirtschaftlichen Zusammenhängen zeigt sich in den Bilanzen von Unternehmen, Wohnungsbaugesellschaften und kommunalen Betrieben. Die Bilanzen sind nicht richtig. Bei den Banken werden Forderungen auf der Aktivseite überschätzt, deren Kapitaldienst von Immobilienerträgen abhängt, und die Risikovorsorge auf der Passivseite wird unterschätzt. Die Verantwortung in Unternehmen und Banken tragen die Fachleute in Bewertung und Rechnungslegung. Die Wirtschaftsprüfer sind verantwortlich gegenüber den Kapitalmarktteilnehmern.

1 Einführung

Zwei Fachausschüsse beim Institut der Wirtschaftsprüfer haben im Juni 2012 den Entwurf für einen neuen Standard zu den Grundsätzen der Bewertung von Immobilien verabschiedet. Die Fachdiskussion endet im Herbst 2013. Wie der IDW Standard S 1 bei der Bewertung von Unternehmen soll der IDW Standard ES 10 bei der Bewertung von Immobilien den Wirtschaftsprüfern eine Orientierung bieten, ohne Details zu Methoden und zu Parametern vorzugeben.¹ Das Hauptaugenmerk des IDW Standard ES 10 ist auf die Immobilienbewertung für Rechnungslegungszwecke gerichtet. Er legt die Grundsätze dar, wie nach Auffassung der Wirtschaftsprüfer Immobilien zu bewerten sind².

Die im Laufe der Finanz- und Wirtschaftskrise sichtbar gewordene Überschätzung von Immobilienanlagevermögen und Immobiliensicherheiten wird dieser Standard auch in Zukunft nicht verhindern können. Auch in Zukunft ist es möglich, Kapitalmarktteilnehmer nicht zutreffend über die Ertragsentwicklung von Immobilien zu informieren, indem nicht nach der Realität wirtschaftlicher Zusammenhänge sondern nach dem Modell über wirtschaftliche Zusammenhänge bewertet wird. Der Wirtschaftsprüfer mahnt die Diskrepanz nicht an, weil er selbst nach Modell bewertet.

Dieser Beitrag beginnt mit einem Überblick über wirtschaftliche Zusammenhänge im Finanz- und Wirtschaftssystem (2). Der IDW Standard ES 10 enthält keine Empfehlung, die wirtschaftlichen Zusammenhänge auf geeignete Weise zu prüfen (3). In Bilanzen wird es wie bisher Diskrepanzen zwischen Realität und Abbildung durch nicht zutreffende Immobilien-

bewertung geben (4). Die Prüfung von Immobilienvermögen durch den Wirtschaftsprüfer beruht in der Regel auf Modellen, die die wirtschaftlichen Zusammenhänge der Realität nicht enthalten. (5). Die Fachleute in Bewertung, Rechnungslegung und Wirtschaftsprüfung können die Selbstverstärkung im Wirkungsgefüge an Chronologien erkennen und sichtbar machen (6). Sie können die Vereinbarungen, die sie über Methoden getroffen haben, ändern. Die bisherigen Vereinbarungen haben eine vergleichbar schädliche Wirkung auf den Preismechanismus an den Kapitalmärkten, wie die Vereinbarung des LIBOR (7). Der Beitrag endet mit Empfehlungen für Fachleute in der Bewertung und in der Wirtschaftsprüfung (8).

Die Fachleute in Bewertung, Rechnungslegung und Wirtschaftsprüfung können sich die wirtschaftlichen Zusammenhänge, das Stadium der Selbstverstärkung und die Überschuldung im System an einfachen Indikatoren erschließen.

2 Die Situation im System

2.1 Indikator Insolvenz

Auf der Ebene Realwirtschaft im System, in der realen Sphäre,³ scheitern Unternehmen immer schneller aufgrund von Verän-

1 IDW S 1: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2008 Stand 02.04.2008).

2 IDW ES 10, Entwurf eines IDW Standards: Grundsätze zur Bewertung von Immobilien, WPg Supplement 3/2012, S 47 ff. Stand: 13.04.2012) TZ 1. Im Folgenden werden die jeweiligen Textzeilen in Klammern angegeben.

3 Die Deutsche Bundesbank unterscheidet in ihren makroökonomischen Analysen die reale Sphäre und die monetäre Sphäre im System. Zum besseren Verständnis der wirtschaftlichen Zusammenhänge wird diese Unterscheidung verwendet und ergänzt um die Ebene Interaktion zwischen beiden Sphären. In dieser Ebene liegt die Steuerung durch die Preise, in die Bewertungs- und Ratingergebnisse eingehen.

derungen ihres wirtschaftlichen Umfeldes. Bankmanager aus den Abteilungen Markt und Marktfolge berichten, diese Veränderungen machen den Banken größere Schwierigkeiten, als die demographische Entwicklung. Die Insolvenzentwicklung in Deutschland ist ein makroökonomisches Maß für die Beschleunigung der Schadensentwicklung im System. Die Beschleunigung ist ein Symptom der Selbstverstärkung im System.

Seit 2000 sind sehr viele große Unternehmen unter den insolventen Unternehmen. Nach Angaben von Creditreform wurden im Jahr 2012 150 deutsche Unternehmen mit einem Umsatz von über 50 Mio. € insolvent.

Unternehmensinsolvenzen pro Jahr (Quelle: Statistisches Bundesamt)	
1960	2.400
1970	2.716
1980	6.315
1990	9.000
2000	28.000
2010	32.000
2011	29.000
2012	30.000

In diesem Stadium des Systems kann nicht mehr davon ausgegangen werden, dass im tertiären Sektor – in der Dienstleistung – ausreichend neue Strukturen entstehen, die den Abbau der Strukturen im Verarbeitenden Gewerbe ausgleichen. Die Ursachen dafür liegen im technischen Wandel, in der Verlagerung in das Ausland und in der Abhängigkeit der Dienstleistung vom Verarbeitenden Gewerbe.

2.2 Indikator Strukturwandel

Für Bewertung und Rating von Immobilien ist ein weiterer Zusammenhang der realen Sphäre entscheidend: Deutschland ist ein Land »nach Umstrukturierung« vom verarbeitenden Gewerbe zur Dienstleistung, vom sekundären zum tertiären Sektor. Dieser Zusammenhang ist ein Grund für die zunehmenden Schwierigkeiten der Banken mit Büroimmobilien als Kreditsicherheiten.

Der Abbau der Strukturen im verarbeitenden Gewerbe geht weiter und die Arbeitsplätze in der Dienstleistung können nicht mehr nennenswert wachsen.

Entwicklung des Anteils der Beschäftigten in %
(Quelle: Statistisches Bundesamt)

Jahr	Verarbeitendes Gewerbe	Dienstleistung
1980	41	54
1990	37	60
2000	29	69
2010	25	74
2011	25	74
2012	25	74

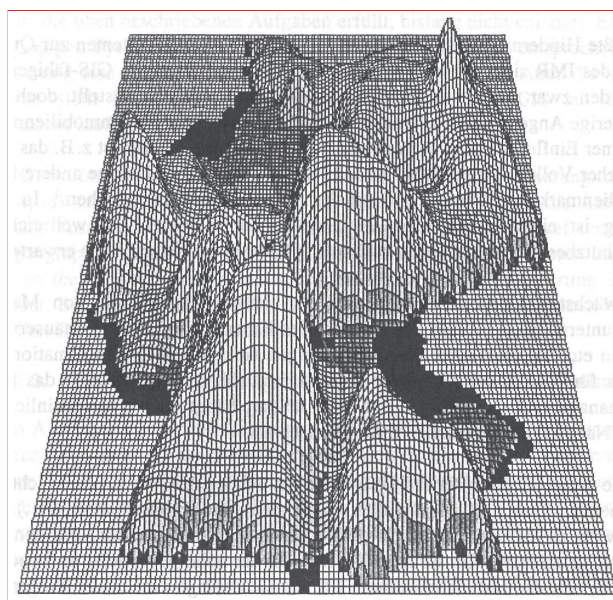
Diese Entwicklung in der realen Sphäre ist auch eine Folge der Globalisierung. Das zeigen die hohen Anteile der Beschäftigten im Ausland zum Beispiel bei den 20 größten DAX Unternehmen von Adidas bis Volkswagen. Bei Adidas arbeiten 2012 von 43.000 Beschäftigten weltweit nur noch weniger als 5.500 in Deutschland. Derzeit entsteht am Stammsitz in Herzogenaurach ein Wohnpark mit Büroanteil, die »Herzo Base«. Volkswagen hat 2012 550.000 Beschäftigte, davon arbeiten 250.000 Beschäftigte in Deutschland. (Quelle: Bilanzen)

2.3 Indikator Risikoexposure Banken

Die dauerhaften Veränderungen im Wirkungsgefüge der Märkte der realen Sphäre haben drei wesentliche Auswirkungen auf Immobilien, die bei Banken in der monetären Sphäre der Sicherung von Krediten dienen:

1. Die Immobiliensicherheiten zeigen dauerhafte Ertragsausfälle, mehrheitlich abnehmende Erträge.
2. An den Teilmärkten gibt es zu wenig oder keine Nachfrage, teilweise funktioniert der Preismechanismus nicht mehr.
3. Das Vermietungsergebnis reagiert nicht mehr auf Konjunkturerholungen, über mehrere Konjunkturzyklen hinweg.

Ein Wissenschaftler hat die Risikoexposure einer deutschen Bank in der Immobilienfinanzierung als Risikogebirge abgebildet.⁴ Das »Exposuregebirge« zeigt, wo sich die Immobilienaktivitäten der Bank konzentrieren. Hintergrund der Darstellung ist eine Berechnung des Risikomanagements der Bank: Wenn die Immobilienpreise um 10 % sinken, verlieren die Bankaktiva 1.400 T€ an Wert. Dort, wo die Ausleihungen am höchsten sind, ist die Empfindlichkeit gegenüber Schwankungen des Immobilienmarktes besonders groß.



Zeichnung 1 Gewichtetes »Immobilien Markt Risiko« einer Bank

⁴ Lausberg, Carsten, Das Immobilienmarktrisiko deutscher Banken, Stuttgart 2001, S. 173.

In den Tälern des Gebirges, in den Regionen, kommt die Konjunktur nicht mehr an, und in den Höhen, den Großstädten, herrscht Verdrängungswettbewerb und Aufblähung der Marktpreise durch das Interesse internationaler Investoren an deutschen Immobilien. Beides wirkt sich auf die Ertragsentwicklung von Immobilien aus, wird aber nicht zutreffend in Bewertung und Rating berücksichtigt.

2.4 Indikator Kreditschäden Banken

Die Chronologien von Immobiliensicherheiten zeigen, seit 1985, teilweise seit 1975, gibt es zunehmend dauerhafte Veränderungen im Wirkungsgefüge der Teilmärkte. Der Prozess⁵ generiert unabhängig von konjunkturellen Schwankungen dauerhafte Veränderungen im Wirkungsgefüge der Angebots- und Nachfragevariablen und hält sie lange Zeit aufrecht, zu lange bezogen auf die Risikotragfähigkeit der Banken in der monetären Sphäre.

2012 liegt der Anteil der Not leidenden Kredite (»non performing loans«) am Kreditvolumen deutscher Banken von 2.490 Mrd. € bei 160 Mrd € oder 6,4 %. Die Kreditengagements mit Unternehmen tragen überproportional zur Schadensentwicklung bei, gemessen am Kreditbestand. Jeder Bankensektor ist betroffen, auch die Sparkassen und Genossenschaftsbanken, auch die Hypothekenbanken.⁶

Die Einschätzungen der Wirtschaftsprüfungsgesellschaften zur Höhe der »non performing loans« variieren. Price Waterhouse Coopers schätzt das Volumen von »non performing loans« bei den deutschen Banken 2012 auf 196 Mrd. €, europaweit auf eine Billion.⁷ KPMG International geht von eineinhalb Billionen fauler Kredite in Bilanzen von Europas Banken aus.⁸

Ernst & Young hat 2012 eine Befragung zu Problemimmobilien und -krediten bei 160 Marktteilnehmern durchgeführt. »Die Teilnehmer der Studie sehen insbesondere Büroimmobilien als potenziell leistungsgestört an. Fast 90 % der Befragten sehen diese Immobilienart als Schwerpunkt des deutschen Distressed-Real-Estate-Marktes.«⁹ Die Teilnehmer sind der Meinung, dass dafür ein hoher Fremdfinanzierungsanteil, ein verbesserungswürdiges Management und eine Überschätzung der Mieten verantwortlich sind.

Diese Einschätzungen sind unvollständig und gehen nicht tief genug in der Analyse der realen und monetären Sphäre, sowie der Steuerung beider Sphären durch die Preise.

2.5 Indikator Selbstverstärkung

Die tiefere Erkenntnis ist: Das Finanz- und Wirtschaftssystem ist in der Systemphase Selbstverstärkung. Die kürzeste und prägnanteste Definition eines Bankgutachters für Selbstverstärkung ist: wir produzieren heute die »non performing loans« von morgen.

Ein Kollege von ihm beschreibt die Selbstverstärkung an deutschen Büroimmobilienmärkten so: Die beteiligten Developer, Bauträger und Banken setzen mit immer mehr Büroneubauten einen ‚Umzugswettbewerb‘ in Gang. In den Bewertungen nehmen die Banken an, dass das jeweils neu gebaute Objekt an-

dere Objekte verdrängt. Diese Annahme ist spekulativ. In Wirklichkeit sehen wir, dass zwar Umzugswettbewerb stattfindet. Aber seine Folgen sind zunehmender Leerstand in allen Bestandsbauten und abnehmende Mieten am Markt. Und auch die neu gebauten und sanierten Büroflächen werden ja nicht wie erwartet vollständig und zur erwarteten Miete vermietet. Die Nachfrage steigt an diesen gesättigten Märkten nicht oder nicht mehr ausreichend. Außerdem haben nicht alle Mieter eine Präferenz für die Neubauten, und nicht alle wollen oder können Neubaumieten zahlen.

Die zentrale Aussage des Bankgutachters ist: die Mieten nehmen ab und der Vermietungsstand nimmt ab, gleichzeitig wird aber immer weiter gebaut. Er schildert mit wenigen Worten einen Prozess in der realen und in der monetären Sphäre, in dem das Mietaufkommen der einzelnen Immobilien abnimmt (Aushöhlung) und gleichzeitig die Schulden zunehmen (Aufblähung). Die Mietsätze und Zinssätze der Ebene Interaktion sorgen nicht für einen Marktausgleich, wie er in den ökonomischen und finanzmathematischen Modellen angenommen wird (Störung der Steuerung durch Preise). Die Störung wird mit- verursacht durch Bewertungs- und Ratingverfahren, die den Prozess der Aushöhlung und Aufblähung gleichzeitig sowie die Störung der Steuerung ausblenden. Die Ergebnisse werden immer über Bewertungsergebnissen liegen, die Prozess und Störung einpreisen.

Die tiefere Ursache dieses Handelns sind die Interessen von Banken und ihren großen Kunden im Firmen- und Immobilienkreditgeschäft, trotz dauerhafter Veränderungen im Wirkungsgefüge der Märkte die Kreditgewährung aufrecht zu erhalten und sie noch zu erhöhen. Damit erfolgt keine Anpassung an die Strukturveränderungen, kurzfristig ist der Bestand dieser Unternehmen und Banken gesichert. Aber langfristig zerstört dieses Handeln, im Prozess seit mindestens 1985, die Steuerung durch Preise und Zinsen in der Ebene Interaktion zwischen der realen und der monetären Sphäre.

Die Zerstörung der Steuerung durch Preise und Zinsen ist es, die seit 2007 an den Kapitalmärkten sichtbar wird. Die hohe Volatilität ist ein Symptom der Zerstörung des Preismechanismus. Dennoch folgen die Fachleute in der Wirtschaftsprüfung genauso wie die Fachleute in der Bewertung und Rechnungslegung der in der Theorie gegründeten Sichtweise, in diesem Stadium des Finanz- und Wirtschaftssystems könne sich an den Märkten etwas von selbst regulieren und das brauche nur

5 Bankgutachter verwenden auch das Wort Trend, Trend und Prozess sagen nicht das Gleiche. Das Wort Trend enthält die Überzeugung, es wird sich wieder ändern, der Trend wird sich wieder umkehren. Das ist nicht möglich. Dominierende Variablen des Wirkungsgefüges bestimmen Strukturen, Muster oder »patterns«, die nicht auf zukünftigen Ausgleich schließen lassen.

6 Alle Zusammenhänge dieses Absatzes stammen aus einem Vortrag: *Keibel, Jörg*, »Kreditfonds als sinnvolle Ergänzung des Investmentmarktes«, Vortrag bei KPMG, 28.10.2012, S. 10.

7 PriceWaterhouse Coopers, A growing non-core market, August 2012. <http://www.pwc.de/de/finanzdienstleistungen/banken/deutsche-banken-koennen-das-volumen-ihrer-non-performing-loans-konstant-halten.jhtml>

8 KPMG International Cooperative Global Debt Service Survey 2012, Juli 2012. <http://www.kpmg.com/Global/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/global-debt-survey-2012-v2.pdf>

9 Ernst & Young, Distressed Real Estate – Der deutsche Markt für Problemimmobilien und -kredite, 18.9.2012, S. 21.

genügend Zeit. Das ist nicht realistisch. Es ist nicht möglich. Der Preismechanismus ist an zu vielen Märkten zerstört.

Der neue IDW Standard ES 10 enthält keine Empfehlung, die Aushöhlung und Aufblähung sowie Selbstverstärkung zu erkennen und abzubilden. Er beschreibt nicht, welche Maßnahmen zum Schutz der Adressaten an den Kapitalmärkten zu ergreifen sind.

3 Der IDW Standard ES 10

3.1 Inhalt des Standards

3.1.1 Einleitung

Der neue IDW Standard ES 10 steht in engem Zusammenhang mit dem IDW Standard S 1, dem zentralen Standard der Wirtschaftsprüfer zur Unternehmensbewertung. Er wurde vom Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft sowie dem Immobilienwirtschaftlichen Fachausschuss beim Institut der Wirtschaftsprüfer verabschiedet. Eine Arbeitsgruppe hat ihn entwickelt.

Der Standard soll ein Rahmen für die Beurteilung von Immobilienbewertungen durch Wirtschaftsprüfer sein. Sie können sich auf ihn stützen, sie haben dabei grundsätzlich die Rechnungslegungsvorschriften nach HGB oder IFRS zu berücksichtigen. »Der IDW ES 10 legt die Grundsätze dar, wie nach berufsständischer Auffassung Immobilien zu bewerten sind und welche Grundsätze bei der Beurteilung von Immobilienbewertungen heranzuziehen sind.«¹⁰

Er ist insbesondere für Immobilienbewertungen zum Zweck der Rechnungslegung heran zu ziehen und bei unternehmerischen Entscheidungen wie Kauf und Verkauf von Immobilien sowie ganzen Unternehmen (TZ 2).

Der Wirtschaftsprüfer kann in der Funktion eines neutralen Gutachters, eines Beraters oder eines Schiedsgutachters/Vermittlers tätig werden (TZ 3).

3.1.2 Wertbegriffe

Der zentrale Wertbegriff des IDW Standard ES 10 ist der Nutzen. Der Wert einer Immobilie ist der Gegenwartswert des Nutzens der vom Bewertungsobjekt in der Zukunft erwartet wird (TZ 6) und nicht der Preis in einer konkreten Verhandlungssituation (TZ 7).

3.1.3 Bewertungsanlässe

Der Bewertungsanlass ist entscheidend, der Anlass kann eine Transaktion (TZ 9) oder die Rechnungslegung sein (TZ 10).¹¹

Unter sonstigen Bewertungsanlässen werden die Ermittlungen von Einheitswerten, steuerlichen Grundbesitzwerten, Versicherungswerten, gemeinen Werten, Beleihungswerten genannt (TZ 11).

Wesentlich ist in diesem Zusammenhang der Hinweis: »Die Methode der Wertermittlung richtet sich nach dem Zweck, für den der Wert ermittelt wird.«¹²

3.1.4 Bewertungsobjekt

Der IDW Standard ES 10 trifft eine Unterscheidung zwischen der Immobilienbewertung und der Bewertung von Immobilienunternehmen (TZ 12). Für Immobilienportfolien sind die Grundsätze der Immobilienbewertung anzuwenden. Immobilienunternehmen werden nach dem IDW Standard S 1 i.d.F. 2008 für die Unternehmensbewertung bewertet. Bei der Unternehmensbewertung wird der Wert des Unternehmens als Barwert der Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner bestimmt. Für den Wert ist das Zusammenwirken aller Werte der einzelnen Bestandteile des Vermögens und der Schulden einschließlich der Finanzierung und der Besteuerung maßgeblich (TZ 13).

Der Standard wiederholt den Einzelbewertungsgrundsatz der Rechnungslegung. Bei Transaktionen kann auch eine Zusammenfassung gewählt werden. Unabhängig vom Bewertungsanlass können Wertparameter typisiert werden, nach den Kriterien Nutzung, Lage, Baualter und Leerstandssituation (TZ 15).

Die Kommentierung zum IDW Standard ES 10 erwähnt, dass weiterhin nach Ertragspotentialen zusammen gefasst, über eine Stichprobe bewertet und das Ergebnis auf die anderen Objekte der Gruppe übertragen werden kann.¹³

3.1.5 Bewertungsverfahren

Die drei Verfahren der ImmoWertV – Ertragswertverfahren, Vergleichswertverfahren und Sachwertverfahren – werden kurz dargestellt, mit Verweis auf die ImmoWertV. Die Investment Method mit »all risk Yield« und ewiger Rente wird kurz erläutert. Das DCF Verfahren wird sehr ausführlich dargestellt, weil es bei großen Beständen, mit denen der Berufsstand zu tun hat, das gängige Verfahren ist (TZ 41).

3.1.6 Discounted Cash Flow Verfahren

Der Standard geht wie der IDW Standard S 1 von 2 Phasen aus. Er übernimmt den Begriff Detailplanungszeitraum aus der Unternehmensbewertung. Die Prognose umfasst zehn Jahre, für die anschließende Phase wird ein Restwert geschätzt.

Die Beschreibung des Verfahrens ist geprägt von der betrieblichen Sichtweise: die Einnahmen und Ausgaben sind anhand von konkreten Erwartungswerten, der Instandhaltungsplanung oder aus kalkulatorischen Beträgen des Unternehmens herzuleiten (TZ 47 ff).

Der Restwert wird mit einem Kapitalisierungszins abhängig vom gewählten Restwertmodell – unendliche oder endliche Rente – ermittelt (TZ 59). Er berücksichtigt mittelbar Wachs-

¹⁰ Esser, Ingeborg/Gebhardt, Christian, »Grundsätze zur Bewertung von Immobilien«, Die Wirtschaftsprüfung 2013, 268.

¹¹ Hintergrund ist die Zielsetzung einen objektivierten Wert zu erhalten, der intersubjektiv nachprüfbar ist. Von dieser Zielsetzung ist auch der neue internationale Standard IFRS 13 geprägt. Dieser Standard ist die neue Bewertungsvorschrift für die Fair Value Bewertung. Der Fair Value wird darin als Abgangswert gesehen »exit value«. In der Bewertung ist der »highest and best use« eines Assets zu berücksichtigen.

¹² Esser/Gebhardt, a.a.O., Die Wirtschaftsprüfung 2013, 269.

¹³ Esser/Gebhardt, a.a.O., S. 270.

tum und Inflation durch einen sog. Wachstumsabschlag. Im Detailplanungszeitraum soll die Inflation in den Einnahmenüberschüssen berücksichtigt werden.

Ein wesentliches Anliegen des IDW Standard ES 10 ist es, »für mehr Transparenz und Nachvollziehbarkeit bei der Ermittlung des Diskontierungszinssatzes zu sorgen.«¹⁴ Die Mitglieder der Fachausschüsse schlagen die Risikozuschlagsmethode vor. Sie folgen dabei der Anregung von Henning Zülch, Professor für Wirtschaftsprüfung an der Handelshochschule Leipzig. Er hält weder die Anfangsrendite »initial yield«, noch den internen Zinssatz oder den kapitalmarktorientierten Diskontierungszinssatz für geeignet. Er empfiehlt »eine Normierung, gestaffelt nach der Immobilienart und weiteren immobilien-spezifischen Faktoren«.¹⁵

Nach IDW Standard ES 10 wird der Diskontierungszinssatz wie folgt bestimmt (TZ 67):

$$rk = irf + zl + zo$$

rk Diskontierungszinssatz

irf risikoloser Basiszinssatz als landesüblicher Zinssatz für risikofreie Kapitalmarktanlagen

zl immobilien-spezifischer Risikozuschlag oder -abschlag für das Risiko einer Investition in eine Immobilie und die damit verbundene geringere Fungibilität gegenüber einer Anleihe (TZ 69)

zo objektspezifischer Risikozuschlag oder -abschlag ausdifferenziert nach Objektlage, Objekteigenschaften, Objektgröße, Objekttyp und Objektzustand (TZ 70)

Der Fachausschuss sieht die Vorteile der Risikozuschlagsmethode in der Transparenz. Zuschläge und Abschläge müssen bei der Bewertung je nach Objekt und Markt individuell bestimmt werden.¹⁶ Eine Anwendung des Liegenschaftszinssatzes kommt nicht in Frage (TZ 72).

3.1.7 Besonderheiten

Der IDW Standard ES 10 unterscheidet bei Spezialimmobilien die Gruppe der Immobilien, die Teil einer Einheit zur Ertrags-erzielung sind, von der Gruppe, die selbst wesentliche Grundlage für die Ertrags-erzielung sind. Zur ersten Gruppe gehören die Industrieanlagen, in denen produziert wird, zur zweiten Gruppe gehören Hotels und Kliniken. Neben den Immobilienrisiken müssen bei der zweiten Gruppe auch die Geschäftsrisiken analysiert werden (TZ 105).

Die Besonderheit öffentliche Förderung soll berücksichtigt werden. Die Effekte aus der Mietpreisbindung sowie der öffentlichen Förderung sind entsprechend in voller Höhe über den Zeitraum der Mietbindung/Förderung anzusetzen (TZ 113).

Die Besonderheiten in strukturschwachen Regionen sind bei ertragsorientierten Verfahren zu berücksichtigen (TZ 120):

- Struktureller Leerstand
- Stadtentwicklungskonzepte bzw. Regionalentwicklungskonzepte

- Unsicherheiten bei der Bestimmung der wirtschaftlichen Restnutzungsdauer
- Schätzung der aufgrund des strukturellen Leerstands nicht umlegbaren Betriebskosten

An dieser Stelle müsste der IDW Standard ES 10 auf jeden Fall die Aushöhlung und Aufblähung gleichzeitig sowie die Selbstverstärkung benennen. Er müsste Methoden vorschlagen, wie diese Entwicklungen an den Märkten zu erkennen sind und wie Methodenprüfungen aussehen können, die geeignet sind, heraus zu finden, ob diese wirtschaftlichen Zusammenhänge beim Mandanten in der Regel zutreffend abgebildet werden¹⁷. Ein wesentlicher Grund, warum die genannten wirtschaftlichen Zusammenhänge fehlen, sind Modellvorstellungen, an denen sich das eigene Handeln ausrichtet.

3.2 Einordnung des Standards

Wie bereits erwähnt steht der Standard IDW Standard ES 10 in engem Zusammenhang mit dem Standard IDW S 1 für die Unternehmensbewertung. Die Grundsätze der Unternehmensbewertung haben sich über die Zeit entwickelt¹⁸:

- In den 1950er-Jahren dominiert das Substanzwertverfahren.
- In den 1960er-Jahren wird das Ertragswertverfahren zur vorherrschenden Methode.
- In den 1970er-Jahren erfolgt eine Differenzierung nach dem Bewertungszweck.
- In den 1980/1990er-Jahren setzen sich die kapitalmarktorientierten Konzepte durch, zusammengefasst im Theoriegebäude des CAPM-Modells. Das CAPM Modell wird von Wirtschaftsprüfern zur Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes verwendet.

Der IDW Standard S 1 hat diese Entwicklung nachvollzogen. Er hat als theoretische Grundlage das Capital Asset Pricing Model (CAPM). Es wurde in den 1960er-Jahren von *Sharpe*, *Lintner*, *Mossin* und *Treynor* entwickelt, auf der Grundlage der Theorie der Portfolioauswahl von Markowitz. John Lintner war nicht der Meinung, dass das CAPM Modell nennenswerten praktischen Nutzen haben wird. Von ihm stammt der Satz »It's just a theory«.¹⁹

Diese Theorie hat vier wesentliche Annahmen, die zu den Grundlagen bei Bewertung und Prüfung von Bewertungen durch Wirtschaftsprüfer gehören:

¹⁴ Esser/Gebhardt, a.a.O., S. 273.

¹⁵ Zülch, Henning, Die Bilanzierung von Investment Properties nach IAS 40, Düsseldorf 2003, S. 275.

¹⁶ Esser/Gebhardt, a.a.O., S. 274.

¹⁷ Eine Empfehlung zur Erweiterung des IDW Standards ES 10 gibt der Abschnitt 8.2.

¹⁸ Die Ausführungen in 2.1.8 folgen den Arbeiten von: Herzig, Norbert, in: Die Wirtschaftsprüfung 19/2007, S. 806 ff.

¹⁹ Alle Ausführungen zum CAPM Modell dieses Abschnitts bauen auf den Arbeiten von Prof. Lutz Kruschwitz auf: Kruschwitz, Lutz, Finanzierung und Investition, Oldenburg 2007, S. 161 ff.

- Der Kapitalmarkt funktioniert.
- Die Marktteilnehmer betreiben die Diversifikation von Vermögen, die sich in ihrer Kursentwicklung nicht gleich verhalten.
- Sie betreiben Arbitrage, ihre Zeit- und Risikopräferenzen sind voneinander unabhängig und sie sind ungesättigt.
- Es herrscht Unsicherheit im Sinne der Annahmen finanzmathematischer Modelle.

Die Fachausschüsse des IDW empfehlen zwar für Immobilien nicht die kapitalmarktorientierte Ableitung des Diskontierungszinssatzes auf Basis des CAPM Modells (TZ 64). Sie erwähnen andererseits aber auch nicht, dass bei dauerhaft abnehmenden Immobilienerträgen, bei fehlendem konjunkturellem Ausgleich und Störung des Preismechanismus in der realen Sphäre die Modellannahmen nicht gelten. Es ist zu erwarten, dass Wirtschaftsprüfer, wie bisher schon, nach Modell bewerten.

Im Kreise der Wirtschaftsprüfer gibt es seit dem Sichtbarwerden der Finanz- und Wirtschaftskrise fachliche Diskussionen über die Grundsätze der Bilanzierung. Zwei Kritiker sind die Professoren *Schruff* und *Schildbach*. Während Herr Professor *Schruff* annimmt, der theoretische Unterbau der Bilanzierung könne nach HGB oder IFRS beibehalten werden, man müsse nur die alten Grundsätze wieder beherzigen, kommt Herr Professor *Schildbach* zu einem anderen Ergebnis. Er bezeichnet den Weg, den Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung auch in Deutschland nach angelsächsischem Vorbild gegangen sind, als Irrweg und den »fair value« als Phantom. Nach seiner Meinung ist der »fair value« ein wieder belebter gemeiner Wert. Banken konnten »wachsende Fair Values schnell in Reichtum ummünzen und anschließend die Realwirtschaft mit in den Abgrund ziehen«. Das Konzept objektiver Unternehmenswerte habe zur Entstehung der Finanzkrise beigetragen, genauso wie vor mehr als hundert Jahren der gemeine Wert zum Gründungsschwindel. Der Rechnungslegung wurden zu weite Spielräume der Manipulation eröffnet.²⁰

Das Festhalten der Fachleute in der Wirtschaftsprüfung an Modellvorstellungen über die Realität verhindert, die Fehlentwicklungen zu sehen und anzunehmen, wie sie in dem folgenden Bewertungs- und Bilanzbeispiel schematisch gezeigt werden.

4 Die Bewertungsbeispiele

4.1 Bewertung I bei der Bank vor dem 31.12.2012

Banken haben mehrere Möglichkeiten die Kreditschäden zu verarbeiten, die größte Bedeutung haben Syndizierung, Verbriefung und Objektverkauf.²¹

Eine Bank verkauft zehn Büroimmobilien, die ihr bislang als Immobiliensicherheiten für Forderungen gegenüber Kreditnehmern dienten. Die Immobilien sind nach BelWertV bewertet und sie haben ein Markt- und Objektrating. Der Leerstand

wurde bisher nicht als dauerhaft betrachtet und das Rating hat finanzmathematische Grundlagen, die von einer Zufallsverteilung der Variablen ausgehen, die den Ertrag bestimmen. Die Bank hat bisher die Forderungen auf der Aktivseite der Bilanz zu hoch ausgewiesen und die Risikovorsorge auf der Passivseite zu gering angesetzt.

Der Gutachter der Bank bewertet 2012 die zehn Büroimmobilien für den Portfolioverkauf. Er schätzt den Leerstand als dauerhaft ein und beschreibt ihn im Gutachten als Sockelleerstand. Er mindert bei allen zehn Bewertungsobjekten die Fläche im Rohertrag und setzt eine Wertminderung wegen Renovierungsstau an.

Eine Büroimmobilie aus dem Portfolio dient im Folgenden als Beispielfall. Der ermittelte Ertragswert ist 5.200 T€.

Bewertung I Bürogebäude Frankfurt am Main

Anlass: Portfolioverkauf Immobiliensicherheiten

Zusammenstellung wesentlicher Daten

Ortstermin		02.12.2012
Wertermittlungsstichtag		15.12.2012
Qualitätsstichtag		15.12.2012
Baujahr		1993
Nutzfläche		7.000 m ²
Bodenwert	400 €/m ²	2.000.000
Miete	Büroflächen	9,50 €/m ²
Rohertrag	p.a.	798.000
Leerstand		15 %
Bewirtschaftungskosten 17 %		136.000
zuz. 1,50/m ² f. 1.050 m ² leer		18.900
Liegenschaftszinssatz		6,30 %
Restnutzungsdauer		40
Wertminderung Renovierung		2.600.000

Ertragswert mit der Annahme Vollvermietung

Ertragswert	7.172.000
Verkehrswert	7.200.000

Ertragswert mit der Annahme 15 % Leerstand

Ertragswert	5.162.300
Verkehrswert	5.200.000

Anmerkung: ohne 8 % Transaktionskosten

²⁰ *Schruff, Wienand*, »Die IFRS Rechnungslegung im Spannungsfeld zwischen Cash Flow Prognose und Rechenschaft« WPg 18/2011, 855 ff.

Schildbach, Thomas, Fair Value – Leitstern ins Abseits, in: Küting, Karlheinz u.a., IFRS und BilMog, Stuttgart 2010, S. 296 ff.

²¹ Bei der Syndizierung wird das Kreditrisiko durch einen Konsortialvertrag auf mehrere Banken verteilt. Bei der Verbriefung wird eine Forderungsmenge aus der Bilanz entnommen und als Trauhandvermögen gepoolt. Beim Objektverkauf bringt die Bank Immobiliensicherheiten in Objektgesellschaften ein, verkauft sie oder eine Beteiligung an den Gesellschaften. Zum Kreditrisikotransfer: *Klement, Jochen*, Kreditrisikohandel, Wiesbaden 2007, S. 68 ff.

Der Ertragswert ergibt sich mit den Eingangsdaten und mit 15 % Leerstand wie folgt:

Rohertrag	678.300
- Bewirtschaftungskosten	154.900
= Reinertrag	523.400
- Bodenwertverzinsung	126.000
= Gebäudereinertrag	397.400
x Vervielfältiger 14,5	
= Gebäudeertragswert	5.762.300
+ Bodenwert	2.000.000
= Ertragswert	7.762.300
- Wertminderung Renovierung	2.600.000
= Ertragswert	5.162.300

4.2 Bilanz I zum 31.12.2012

Ein Investor kauft das Portfolio. Er bilanziert die Immobilien zu Anschaffungs- und Herstellungskosten zuzüglich 8 % Transaktionskosten in Objektgesellschaften. Die Bilanz I hat nur einen Vermögenswert, die Büroimmobilie in Frankfurt.

Objektgesellschaft Bürogebäude		Bilanz 31.12.2012	
Aktivseite	T€	Passivseite	T€
A ausstehende Einlagen	0	A Eigenkapital	
B Anlagevermögen		1 Kapital	506
		2 Agio	100
I Immaterielle Vermögen	0	3 Rücklagen	-70
		4 Jahresergebnis	-6
II Sachanlagen			530
1 Grundstücke, Bauten	5.200	B Rückstellungen	
grundstücksgleiche Rechte		1 sonstige Rückstellungen	0
Transaktionsnebenkosten	416	2 Rückstellungen Immobilien	0
2 Andere Anlagen			0
	5.616		
C Umlaufvermögen		C Verbindlichkeiten	
I Forderungen und sonstige Vermögen		1 langfristige Verbindlichkeiten gegenüber Banken	4.344
1 Forderungen gegen Gesellschafter	0	2 kurzfristige Verbindlichkeiten gegenüber Banken	1
2 sonstige Vermögensgegenstände	15	3 Verbindlichkeiten gegenüber Gesellschaftern	734
	15	4 sonstige Verbindlichkeiten	37
II Kassenbestand, u.a.	15		5.116
	15		
D Rechnungsabgrenzungsposten	0		
Bilanzsumme	5.646	Bilanzsumme	5.646

4.3 Bewertung II und Bilanz II zum 30.6.2013

Wenige Monate später, in diesem Fall zum 30.6.2013, erstellen die Fachleute in der Rechnungslegung des Käufers eine neue Bewertung der Büroimmobilien nach den Geschäftsaussichten und Kostenkalkulationen ihres Unternehmens. Der Anlass für die Neubewertung ist die Bilanz einer »new company«, an der sich ein Pensionsfonds beteiligt.

Die Fachleute der Rechnungslegung bewerten nach den Zielen und Kalkulationen ihres Unternehmens. Sie nutzen vier Stell-schrauben.

- Rohertrag: Sie setzen keinen dauerhaften Leerstand an, sie sehen sich als sehr gute Immobilienmanager an und schätzen ihn als vorübergehend ein.
- Bewirtschaftungskosten: Sie setzen ihre unternehmensspezifischen Kosten als Bewirtschaftungskosten an und fügen Kosten für Marketing, Konzernumlage und Abgaben hinzu.
- Kapitalisierung: Sie betrachten den Zinssatz als »all in yield«.
- Korrekturposten: Sie diskontieren die Ausfälle durch Leerstand, Kosten des Leerstands und Renovierung ab und korrigieren damit den vorläufigen Ertragswert.

Bewertung II Bürogebäude Frankfurt am Main

Anlass: Beteiligung Pensionsfonds

Zusammenstellung wesentlicher Daten

soweit Änderung gegenüber **Bewertung I**

Rohertrag 7.000 m² 798.000

Verwaltungskosten 5 %		Laufende Kosten 7 %	
Verwaltung	3 %	Gebäudeunterhaltung	4 %
Marketing	1 %	Sicherheit	-
Konzernumlage	1 %	Abgaben	1,40 %
		nicht umlegbare	1,60 %
		Betriebskosten	
		Leerstandskosten	-
		uneinbringbare Mietforderungen	-

betriebl. Kosten 12 % 95.800

Kapitalisierung 6 %

In der betriebswirtschaftlichen Sichtweise ergibt sich mit veränderten Eingangsdaten und mit 15 % Leerstand der Ertragswert wie folgt:

Bruttomiete	798.000
- betriebl. Kosten	95.800
= Nettomietumsatz	702.200
x Vervielfältiger	15,05
= kapitalisierter Ertrag	10.568.110
vorläufiger Ertragswert	10.568.110

Korrekturposten abgezinst mit 6 %					
	Jahr 1	Jahr 2	Jahr 3	Jahr 4	Jahr 5
1 Unterschied	0	0	0	0	0
Marktmiete					
2 Leerstand	15 %	10 %	5 %	0 %	0 %
3 Leerstand	18.900	12.600	6.300	-	-
Betriebskosten					
4 Kosten	1.000.000	1.000.000	600.000	-	-
Renovierung					
Summe	1.018.900	1.012.600	606.300	-	-
Diskontierung	0,9430	0,8900	0,8400	-	-
	978.645	912.428	514.584	-	-
Summe	2.405.657				
Ertragswert		8.162.453			

Das Unternehmen nutzt das Wahlrecht des IAS 40 aus der Rechnungslegung nach IFRS und bilanziert in der Folgebewertung zum beizulegenden Zeitwert »fair value«. Die Bilanz II der »new company« weist die Büroimmobilie mit einem Vermögenswert von 8.200 T€ aus. Auf der Passivseite wird eine Neubewertungsrücklage gebildet und die Rückstellungen werden erhöht.

New Company Bürogebäude		Bilanz II 30.06.2013	
Aktivseite	T €	Passivseite	T €
A ausstehende Einlagen	0	A Eigenkapital	
		1 Kapital	506
B Anlagevermögen		2 Agio	100
I Immaterielle Vermögen	0	3 Rücklagen	-75
II Sachanlagen		4 Neubewertungsrücklage	2.056
1 Grundstücke, Bauten	8.200	5 Jahresergebnis	33
grundstücksgleiche Rechte			2.620
2 Andere Anlagen	8.200	B Rückstellungen	
		1 sonstige Rückstellungen	0
C Umlaufvermögen		2 Rückstellungen Immobilien	421
I Forderungen und sonstige Vermögen			421
1 Forderungen	26	C Verbindlichkeiten	
2 sonstige Vermögensgegenstände	5	1 langfristige Verbindlichkeiten gegenüber Banken	3.949
		2 Marktwert des Swap	127
II Kassenbestand u.a.	137	3 kurzfristige Verbindlichkeiten gegenüber Banken	7
		4 Verbindlichkeiten gegenüber Gesellschaftern	823
D Rechnungsabgrenzungsposten	0	5 sonstige Verbindlichkeiten	403
E Belastung durch negative Swapwerte	-18		5.309
	-18		
Bilanzsumme	8.350	Bilanzsumme	8.350

Der Wirtschaftsprüfer des Unternehmens prüft die Kapitalisierung mit 6 % durch die eigene Berechnung eines »initial yield« und einer »internal rate of return« für das Unternehmen.

Es soll in diesem Beitrag nicht darum gehen, ob der Wert der Büroimmobilie 8.200 T€ ist oder 5.200 T€ oder noch weniger 4.500 T€. Es geht darum: Die Methoden bilden die Auswirkungen des dauerhaft veränderten wirtschaftlichen Umfelds und ihren Einfluss auf die Ertragsentwicklung nicht ab. Ob Bewertung I oder Bewertung II: Die wirtschaftlichen Zusammenhänge werden nicht zutreffend abgebildet.

Die Gutachter der abgebenden Bank und die Fachleute der Rechnungslegung beim Käufer verschweigen die seit Jahren abnehmende Ertragsentwicklung, verursacht durch dauerhafte Veränderungen im Wirkungsgefüge des Teilmarkts.

Die Prüfung durch Wirtschaftsprüfer entfaltet nicht die notwendige Schutzwirkung für die Adressaten an den Kapitalmärkten. Veränderte Wirkungsgefüge, in denen dominierende Variablen einen abnehmenden Ertragsverlauf bestimmen, gibt es in diesem Systemstadium potentiell in jeder Region und in jedem Stadtraum, in Deutschland, in Europa, in Nord- und Südamerika, in Afrika, Asien und Australien.

5 Prüfung durch den Wirtschaftsprüfer

5.1 Diskrepanz bleibt

Die Bilanz der »new company« ist nicht richtig. Aber auch die Bilanzen vorher sind nicht richtig. Die zehn Bürogebäude werden chronologisch gesehen auf drei Stufen in der realen Sphäre bilanziert,

- erst beim Kreditnehmer,
- dann in der Zwischengesellschaft und
- wenig später in der »new company«.

Die Eigentümer finanzieren sich durch Eigenkapital der Anleger und Fremdkapital der Banken, durch Geldströme aus der monetären Sphäre. Bei den jeweiligen Banken werden die Forderungen auf der Aktivseite der Bankbilanz bilanziert. Auf der Passivseite ist Risikovorsorge zu bilden.

Die Bewertungen der Fachleute auf den drei Stufen erfassen die dauerhafte Veränderung der Ertragsentwicklung zu keiner Zeit durch eine zutreffende Bewertung der wirtschaftlichen Zusammenhänge in der Realität. Sie bilden die Folgen der dauerhaften Veränderung für die Werte nicht oder nicht vollständig ab.

Die Vermögenswerte werden überschätzt, lange vor der Verlagerung aus der Bilanz und im Laufe der Verlagerung. Die Risikovorsorge auf der Passivseite wird unterschätzt, weil die Modelle des Risikomanagements von ökonomischen und mathematischen Modellen ausgehen, die funktionierende Märkte und Wahrscheinlichkeitsverteilungen annehmen. Weder gibt es für die zehn Büroimmobilien funktionierende Märkte, wie sie in der Makroökonomie gedacht werden, noch sind die

Erträge dieser Immobilien zufällige Ereignisse im Sinne von Wahrscheinlichkeitsverteilungen.²²

Die Diskrepanz zwischen Realität und Abbildung in den Bilanzen wird durch Wirtschaftsprüfer nicht verhindert. Das hat drei wesentliche Gründe: Erstens folgt die Prüfung durch die Wirtschaftsprüfer denselben ökonomischen und finanzmathematischen Modellen wie die Bewertung auf der Seite der Mandanten auch.

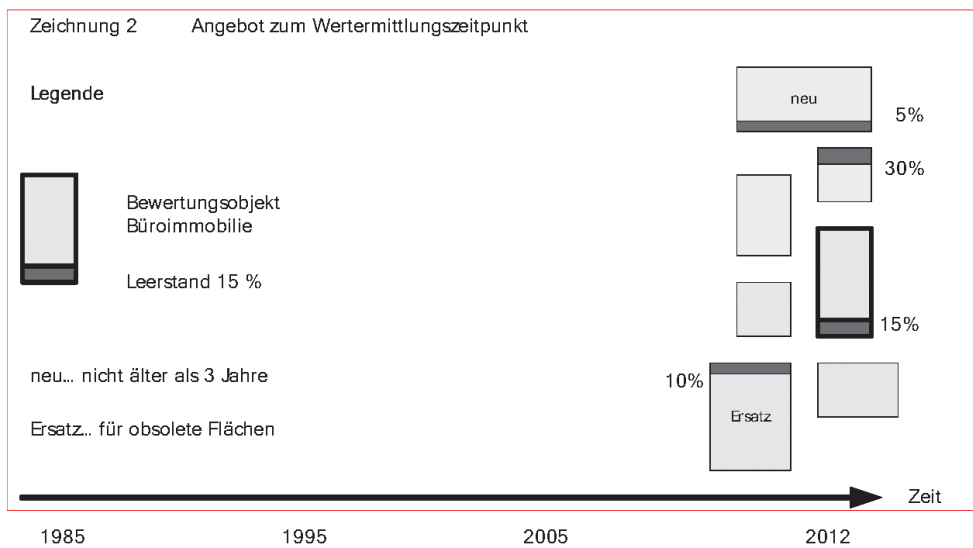
Zweitens bestimmen die Mandanten die Geschäftsaussichten. Im Beispiel schätzt das Unternehmen ein, ob der Leerstand dauerhaft sein wird oder nicht. Es gibt eine klare Abgrenzung zwischen Mandanten und Wirtschaftsprüfern. Zwar wird der Wirtschaftsprüfer die Geschäftsaussichten hinterfragen, aber letztendlich ist die Einschätzung des Mandanten ausschlaggebend. In der Regel wird es so sein, dass die Bewertung II für die »new company« auch von den Wirtschaftsprüfern der Investmentgesellschaft und des Pensionsfonds mitgetragen wird. Für sie gibt es zwei Parteien, die sich handelseinig geworden sind. Für sie gibt es einen funktionierenden Markt.

Drittens definiert ein Wirtschaftsprüfer ein Soll-Objekt nach Modell und bildet einen Soll-Wert. Er vergleicht den Soll-Wert mit dem Ist-Wert des Mandanten. Zusätzlich prüft er ob der Mandant alles eingepreist hat, was nach den für ihn geltenden Gesetzen, Verordnungen oder Richtlinien vorgeschrieben ist. Dieser normative Rahmen folgt denselben ökonomischen und finanzmathematischen Modellen wie die verwendeten Methoden auch.

5.2 Prüfung mit dem Standard

Der neue IDW Standard ES 10 hat Auswirkungen auf die Information der Kapitalmärkte über das Verhältnis von Immobilienvermögen und Schulden in Bilanzen durch Wirtschaftsprüfer.

- Der Standard schreibt das bisherige Vorgehen des Berufsstandes bei der Prüfung von Immobilienwerten fest.
- Er enthält keine Empfehlung, wie Diskrepanzen zwischen Realität und Abbildung wirtschaftlicher Zusammenhänge in Bilanzen aufgedeckt und gegenüber dem Mandanten dargestellt werden, wenn es dauerhafte Veränderungen im Wirkungsgefüge der Märkte gibt.
- Eine Prüfung des bilanzierten Immobilienvermögens nach diesem Standard garantiert für die Adressaten der Bilanz nicht die volle und zutreffende Information über die Cash Flows in diesem Stadium des Systems.



In den Bilanzen fehlen relevante Informationen (»relevance«) und es fehlt an Abbildungstreue (»faithful representation«). Die Adressaten der Bilanzen können künftige »cashflows« nicht beurteilen, wenn sie nicht darüber informiert werden, inwieweit sich der Ertrag von Immobilien – und Unternehmen – in Wirkungsgefügen bildet, die keine steigenden Erträge ermöglichen, die nicht zyklisch geprägt sind und deren Preissteuerung gestört ist.

Das Systemstadium ist Selbstverstärkung. Die Fachleute in Bewertung, Rechnungslegung und Wirtschaftsprüfung können die Selbstverstärkung anhand der Chronologien erkennen.

6 Die Selbstverstärkung im Wirkungsgefüge

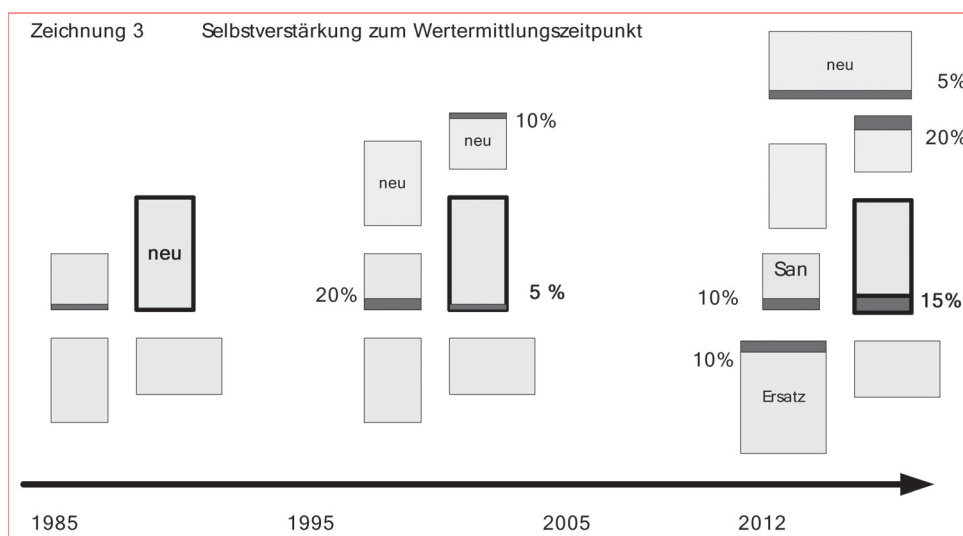
6.1 Selbstverstärkung im Umfeld einer Büroimmobilie

Für die chronologische Analyse der Selbstverstärkung wird eine Büroimmobilie aus dem Beispielportfolio gewählt, die vor 30 Jahren gebaut wurde.

Zeichnung 2 zeigt die typische Angebots- und Nachfragesituation zur Zeit der Wertermittlung für ein Bewertungsobjekt 2012.

- Ebene Angebot: Mehrere Büroimmobilien am Standort sind aus den 1990er Jahren oder älter, teilweise nicht mehr zeitgemäß, immer wieder Leerstand. Es gibt Ersatzbauten und es gibt zusätzliches Flächenangebot in Neubauten.
- Ebene Nachfrage: Nicht nur die Nachfragepräferenz zugunsten der besseren Ausstattung der Neubauten ist die Ursache für den Leerstand der Altbauten. Der Bedarf an Flächen hat nicht so stark zugenommen, wie das Angebot (Mengenfaktor). Er stagnierte oder hat sogar abgenommen. Und auch die Fähigkeit die Mieten zu zahlen (Preisfaktor) stagnierte oder nahm sogar ab.

²² Für eine ausführlichere Begründung siehe Abschnitt 6



- Ebene Bewertungsobjekt: Die Mieteingänge nehmen seit mehr als zehn Jahren leicht aber stetig ab, abgesehen von zwischenzeitlichen Erholungen. Das zeigt die Analyse der Mieterlisten über mehr als zehn Jahre.

Zeichnung 3 zeigt den Prozess am Markt vor dem Wertermittlungszeitpunkt.

- Ebene Bewertungsobjekt: Im ersten Jahrzehnt ab 1985 war das Bürogebäude neu und voll vermietet. Ab 1995 zeigten sich die ersten länger andauernden Leerstände, durchschnittlich 5 %. Bis 2010 stieg der Leerstand auf 15 % an.
- Ebene Konkurrenzobjekte: Als das Bürogebäude gebaut wurde, gab es schon Leerstand im wirtschaftlichen Umfeld, von Sättigung der Nachfrage konnte man damals noch nicht sprechen. Ab 1995 gibt es zwei weitere neu gebaute Bürogebäude, eines davon mit einem Anfangsleerstand von 10 %, der sich nicht abbaut. Ab 2005 kommt ein weiterer Neubau mit »Leerstand von Anfang an« hinzu. Ein Objekt aus den 1960er Jahren wird ersetzt, es kommt mit einem erweiterten Flächenangebot auf den Markt. Ein Objekt mit Leerstand von 20 % wird saniert und erweitert, nach der Sanierung bleibt ein Leerstand von 10 %.
- Ebene Prozess: Im Markt entsteht eine dauerhafte Diskrepanz zwischen Angebot und Nachfrage. Die Nachfrage wächst wenig, das Angebot wächst deutlich (Menge). Der Prozess der Aushöhlung bei den Mietern dauert an, höhere Neubaumieten lassen sich kaum durchsetzen (Preise). In immer kürzeren Zeiträumen muss eine Mietanpassung nach unten auch bei neuen Objekten durchgeführt werden, um die Vermietung zu stabilisieren.

Selbstverstärkung bedeutet: In der realen Sphäre werden immer weiter Objekte gebaut und finanziert. In der monetären Sphäre werden immer weiter Not leidende Kredite produziert. Der Preismechanismus sorgt nicht mehr für einen Ausgleich zwischen Angebot und Nachfrage.

Die Gutachter sprechen im Fall dieser Büroimmobilien von Verdrängungswettbewerb auf der Angebotsseite. Sie beziehen dabei das Marktgeschehen auf der Nachfrageseite nicht vollständig ein und die Wechselwirkungen zwischen den Handelnden auf der Nachfrage- und Angebotsseite der realen Sphäre. Die folgenden Überlegungen zeigen die Notwendigkeit dies zu tun.

6.2 Selbstverstärkung im System

In der Bewertung von Immobilien – und Unternehmen –

werden Kapitalisierungszinsen verwendet. Die Verwendung von Kapitalisierungszinsen setzt ein durchschnittlich wachsendes wirtschaftliches Umfeld voraus. Die Strukturen müssen dauerhaft steigende Ertragsverläufe ermöglichen, die allenfalls zyklisch schwanken. Und das Steuerungselement im Wirkungsgefüge, der Preis, muss seine Funktion wirksam erfüllen. Die negative Rückkopplung muss vorherrschen.

In der Realität sind die Wirkungsgefüge an zu vielen Märkten dauerhaft so verändert, dass

- keine steigenden Erträge möglich sind,
- die konjunkturelle Erholung zu schwach ist oder überhaupt nicht ankommt und
- der Preismechanismus nicht oder nicht mehr voll funktioniert.

Es herrscht Selbstverstärkung auch positive Rückkopplung genannt. Sie überwiegt inzwischen in den ausgedünnten Regionen und Stadtteilen, aber auch in den gesuchten Wirtschafts- und Ballungsräumen, in denen laufend Immobilien gebaut und finanziert werden. Gleichzeitig wachsen aber die Flächennachfrage und die Mietkaufkraft nicht mehr ausreichend. Die Preissteigerungen werden dort von Investoren getrieben, die nahezu unbeschränkt Zugang zu Kapital der monetären Sphäre haben, unabhängig davon,

- ob genügend Nachfrage zum kalkulierten Mietpreis vorhanden ist (Menge) und
- ob die Mieten am Standort steigen können oder nicht (Preis).

Die sog. Marktdaten, die in Bewertungen einfließen, erfassen die wirtschaftlichen Zusammenhänge der Realität höchstens ansatzweise. Sie stammen von höher aggregierten Datenebenen, werden auf die Objekte »herunter gezogen« und für theoretisch begründete Modelle ermittelt. Zudem haben sie »selbstreferentielle« Anteile. Bewertungs- und Ratingergebnisse, die den Modellannahmen folgen, werden ihrerseits zu sog. Markt-

daten, die in die Bewertung eingehen. Die massenhafte Anwendung von Methoden, die die wirtschaftlichen Zusammenhänge der Realität nicht zutreffend abbilden, trägt ihrerseits zur Zerstörung des Preismechanismus bei.

Bewertungs- und Ratingmethoden werden vereinbart, die Methoden sollten erweitert und die Vereinbarungen sollten geändert werden.

7 Marktversagen Kapitalmarkt

Eine Analogie für das selbstreferentielle Verhalten der Fachleute sind die Ereignisse um den LIBOR. Der LIBOR wird vereinbart und auch die Methoden für Bewertung und Rating werden von den beteiligten Fachleuten vereinbart.

Der LIBOR ist ein Preis am Kapitalmarkt, der Zins für Kredite zwischen den Banken. Als solcher ist er Bewertungsbestandteil für Bankenprodukte weltweit. Er gehört zu den Marktdaten, die in Bewertungen eingehen und die Ergebnisse dieser Bewertungen werden selbst zu Marktdaten. Mit der Zeit gibt es durch massenweise Referenz auf den LIBOR in dem Kapitalmarktsegment keinen Wert und keinen Preis mehr, der nicht von ihm beeinflusst ist.

Zur Erinnerung: Mächtige Marktteilnehmer selbst zerstörten den Preismechanismus. Gleichzeitig nahmen sie für ihre Bilanzierung an, dass der Preis durch die unsichtbare Hand des Marktes zustande kommt. Die Realität ist: in dem Segment des Kapitalmarkts, der durch den Preis Libor gesteuert wurde, gab es keine Preissteuerung durch die unsichtbare Hand des Marktes, wie sie in theoretischen Modellen angenommen wird.

Die Manipulation erfasste das ganze Kapitalmarktsegment.

- Die Zinsen waren nie die richtigen Zinsen, und doch haben sich alle nach ihnen gerichtet.
- Nach dem Ende des Missbrauchs im Interesse mächtiger Marktteilnehmer gibt es keinen Markt mehr.
- Vorher haben die Preise nicht gestimmt, und jetzt – nach Bekanntwerden der Manipulation und jahrelanger Intervention der Notenbanken – stimmen sie auch nicht.

Auch Methoden der Bewertung werden analog dem Zinssatz LIBOR verabredet. Eine Gruppe mächtiger Marktteilnehmer nimmt Einfluss auf die Ausgestaltung von Bewertungsstandards. In der Immobilienbewertung ist der normative Rahmen so gestaltet, dass dauerhafte Veränderungen im wirtschaftlichen Umfeld der Immobilien nicht abgebildet werden müssen. Die Denkmodelle für die Bewertung der Gutachter, für die Finanzierung der Banken, für die Rechnungslegung der Unternehmen und für die Prüfung der Wirtschaftsprüfer blenden die Realität dauerhafter Veränderungen aus.

Nur so kann Überschuldung entstehen. Nur so ist es möglich, die durch dauerhafte Veränderungen, falsche Preise und eigenes Handeln erzeugten Risiken und Schäden in Kapitalmarktprodukten zu verlagern. Die Fachleute in der Bewertung und in der Wirtschaftsprüfung sehen die dauerhaften Veränderungen im Wirkungsgefüge und sie sehen, dass die Bewertungsme-

thoden nicht zutreffend abbilden. Sie tragen Verantwortung für ihr Handeln, es ist notwendig ihr Handeln zu ändern und sie können ihr Handeln selbst ändern.

8 Vorschläge zum weiteren Vorgehen

8.1 Empfehlung für Bankgutachter

Die Bankgutachter haben nach den Mindestanforderungen für das Risikomanagement der Banken (MaRisk) die Pflicht, die Fachleute im Risikomanagement, in der Revision und in der Rechnungslegung der Bank auf die Diskrepanz zwischen Realität und Abbildung wirtschaftlicher Zusammenhänge durch Bewertungs- und Ratingmethoden hinzuweisen. Sie haben die Verantwortung für die Methoden und die Kontrollpflicht bei Diskrepanz zwischen Realität und Abbildung von wirtschaftlichen Zusammenhängen.

Der Hinweis der Bankgutachter an die Fachleute in der Bank sollte mindestens die folgenden Sachverhalte umfassen:

- Die Kreditschäden werden bei tieferer Beobachtung der Wirkungsgefüge in den Teilmärkten im Wesentlichen von dauerhaften Veränderungen verursacht.
- Unsere Bewertungs- und Ratingmethoden bilden sie nicht zutreffend ab, auch wenn wir den normativen Rahmen und die Anforderungen der Aufsicht einhalten.
- Wir arbeiten bei der Überwachung der Wertentwicklung mit marktmodell- und zyklusorientierten Methoden: Marktwertprognose, Marktwertfortschreibung und Monitoring. Die von dauerhaften Veränderungen verursachten abnehmenden Ertrags- und Wertentwicklungen werden dabei nicht zutreffend berücksichtigt.
- Die Bilanzgrundsätze Vollständigkeit und Abbildungstreue sind nicht eingehalten, wir müssten die tatsächlichen wirtschaftlichen Verhältnisse abbilden.
- Wir sollten zusätzliche und geeignete Maßnahmen der Risikofrüherkennung, der Risikoabbildung und der Risikobewältigung ergreifen.
- Unsere Bewertungs- und Ratingmethoden sind bisher nicht geeignet die wirtschaftlichen Zusammenhänge der Aushöhung und Aufblähung gleichzeitig, sowie der Selbstverstärkung abzubilden. Deshalb müssen sie durch geeignete Methoden erweitert werden.²³
- Die Bank müsste im Risikobericht des Jahresabschlusses auf Liquiditäts- und Reputationsrisiken hinweisen, die sich aus einer Methodenanwendung ergeben, die die wirtschaftlichen Zusammenhänge der Realität nicht zutreffend abbildet.
- Da die nicht zutreffende Abbildung auch die gesamte Kette der Verlagerung von Kreditrisiken an den Kapitalmarkt begleitet, braucht die Bank eine Alternative zum Kreditrisikotransfer an die Kapitalmärkte. Es ist nicht davon auszugehen, dass zukünftig aufnahmefähige Verbriefungsmärkte zur Verfügung stehen, für die Risiken im Darle-

²³ Zur Notwendigkeit und Ausgestaltung geeigneter Methoden: *Stanglmayr, Mathilde*, Subprime und Bewertung: Ein Plädoyer für erweiterte Bewertungen, GuG 2008, 193 ff.; *Stanglmayr, Mathilde*, Normative Lücke: Erste Erfahrungen mit der BelWertV, GuG 2008, 334 ff.

hensbestand (»migration«). Im Neugeschäft sollte eine Änderung der Kreditvergabepaxis am Anfang des Kreditprozesses erfolgen, um die Produktion von »non performing loans« zu minimieren. Zur Vorbereitung der Strategieänderung sollte eine interne Arbeitsgruppe eingesetzt werden, die interdisziplinär besetzt ist.

8.2 Empfehlung für Wirtschaftsprüfer

Die Empfehlung an die Wirtschaftsprüfer ist, den IDW Standard ES 10 zu erweitern.²⁴

- Bewertung durch den Wirtschaftsprüfer: Er überprüft vor Bewertung das Wirkungsgefüge, in dem sich der Ertrag der Immobilie bildet, ob die Annahmen für die Anwendung der Ertragswert-, Vergleichswert- oder Sachwertverfahren zutreffen, das heißt, ob die Struktur steigende Erträge ermöglicht, ob der Ertragsverlauf zyklisch geprägt ist und ob der Preismechanismus funktioniert.
- Überprüfung von Bewertungen durch den Wirtschaftsprüfer: Er beurteilt, ob der Gutachter vor Bewertung das Wirkungsgefüge überprüft hat, in dem sich der Ertrag der Immobilie bildet, ob die Annahmen für die Anwendung der Ertragswert-, Vergleichswert- oder Sachwertverfahren zutreffen.

Erste Hinweise für das Vorliegen von Wirkungsgefügen, in denen die Annahmen für Ertragswert-, Vergleichswert- und Sachwertverfahren nicht zutreffen, sind:

- Beschleunigung der Fluktuation von Mietern aus und im Objekt,
- dauerhaft abnehmende Mieterträge oder
- mehrfache Mietsenkung **und** Abnahme der vermieteten Fläche im Zeitverlauf

Geeignete Methoden zur Untersuchung von Wirkungsgefügen sind Methoden die mindestens die drei Stufen enthalten:²⁵

- Stufe 1 Ermittlung der relevanten Systemfaktoren
- Stufe 2 Erfassung der Beziehungen zwischen den Faktoren
- Stufe 3 Vernetzung zum Wirkungsgefüge

Die Ergebnisse der Untersuchung werden im Gutachten beschrieben, und fließen wenn möglich in die Methoden Anpassung ein. Ist die Verwendung der in IDW Standard ES 10 beschriebenen Methoden nicht angemessen, beschreibt der Wirtschaftsprüfer die dauerhaften Veränderungen im Wirkungsgefüge, sowie ihre Folgen für die Ertrags- und Wertentwicklung der Immobilien.

9 Zur Verantwortung der Fachleute

Bewertungsergebnisse ohne Berücksichtigung dauerhafter Veränderungen im Wirkungsgefüge können derzeit dem normativen Rahmen für die Wirtschaftsprüfung (IDW), für die Rechnungslegung (HGB, IFRS), für die Sachverständigenbe-

wertung (ImmoWertV) und für die Finanzierung (BelWertV) genügen. Der normative Rahmen folgt denselben ökonomischen und mathematischen Denkmodellen wie die Methoden-anwendung. Die Einhaltung der Normen garantiert nicht das zutreffende Erkennen, Bewerten und Abbilden der wirtschaftlichen Zusammenhänge der Realität in diesem Systemstadium.

Die Realität ist: Das Finanz- und Wirtschaftssystem ist in weiten Teilen im Stadium der positiven Rückkopplung, auch Selbstverstärkung genannt. Warten hilft nicht, auf eine Selbstregulierung nach längerer Zeit ist nicht zu hoffen, weil die Steuerung durch den Preismechanismus zu stark gestört ist. Eine massenweise Korrektur der Diskrepanzen zwischen der Realität und ihrer Abbildung ist nicht möglich.

Möglich ist, und das ist der Vorschlag: Die Fachleute öffnen sich für das Erkennen der wirtschaftlichen Zusammenhänge in der Realität, für die dauerhaften Veränderungen im Wirkungsgefüge, für den Prozess der Aushöhlung und Aufblähung gleichzeitig, für die Selbstverstärkung einschließlich der Störung des Preismechanismus.

Die Fachleute in der Bewertung, der Rechnungslegung und der Wirtschaftsprüfung sind an der Entstehung der Systemstörung beteiligt. Menschen vertrauen ihnen und sie nehmen dieses Vertrauen in Anspruch. Daher haben sie die Pflicht, beim Lösen der Herausforderungen in diesem Stadium des Systems mitzuwirken, in dem jeweiligen Bereich, den sie verantworten.

Bisher drücken sich zu viele Fachleute davor, Verantwortung für ihr eigenes Handeln zu übernehmen. Sie verstecken sich hinter anderen Fachleuten, hinter »wir nicht, aber die Amerikaner«, hinter Annahmen, Modellen und Gesetzen. Dabei geht es doch darum, wie die Regeln gemeint sind. Eine frühere Investmentbankerin von Goldman Sachs, *Désirée Fixler*, sagt: »Was wir gemacht haben, war nicht illegal. Aber wir haben ganz sicher den Geist der Gesetze verletzt, indem wir diese Produkte kreierte und verkauften.«²⁶ In jedem Menschen gibt es eine innere Instanz, die ihm sagt, was Recht und was Unrecht ist. Es ist seine freie Entscheidung danach zu handeln.

Diplom-Volkswirtin Mathilde Stanglmayr

Sachverständige für Bewertung
im wirtschaftlichen Zusammenhang
Ettaler Straße 12a
10777 Berlin
E-Mail: info@msp-stanglmayr.de

²⁴ Stanglmayr, Mathilde, IDW Standard ES 10: Grundsätze zur Bewertung von Immobilien, Ergänzungsvorschlag zum Entwurf und Begründung, vom 31.1.2013, TZ 10, mit den Leitern der Fachgruppen beim IDW besprochen am 19.3.2013.

²⁵ Stanglmayr, Mathilde, a.a.O., GuG 2008, 193.

²⁶ ARD Fernsehen/Hessischer Rundfunk, »Banken außer Kontrolle – wie die Politik uns in die Krise führte«, Film von Stefan Jäger und Julia Klüssendorf, Sende-termin 15.07.2013, 23.05 Uhr; Zitat in Minute 42.