

## Schwerpunkt: Neue Bewertungsstandards

# Ein alternativer Weg wird gangbar – das standardisierte DCF-Verfahren

Hermann Altmeppen

**Für den Außenstehenden gleicht es einer Revolution: Die deutschen Sachverständigen einigen sich endlich mit Hilfe der Gesellschaft für immobilienwirtschaftliche Forschung auf ein standardisiertes DCF-Verfahren. Zwar war die Methode bei den Gutachtern längst bekannt, doch fehlte ihr bislang die Akzeptanz. Zu unterschiedlich seien die Ergebnisse gewesen, erklärt der Autor. In der Hoffnung, dass DCF jetzt als Alternative oder zur Plausibilisierung des Ertragswertverfahrens eingesetzt die Vertrauenskrise in die unabhängigen Gutachter beendet, erklärt er im Folgenden die praktische Anwendung. (Red.)**

Im Juni 2006 hat der Vorstand der gif Gesellschaft für immobilienwirtschaftliche Forschung ein Standardschema für die Immobilienbewertung nach dem Discounted-Cash-Flow-Verfahren (DCF) verabschiedet. Immobilienwerte über den Discounted Cash-Flow zu ermitteln, ist als Alternative zu den gängigen Bewertungsverfahren bereits seit einiger Zeit in aller Munde. Doch erst die Standardisierung erlaubt es, das Verfahren einheitlich anzuwenden – und macht es damit zu einer echten, weil verlässlichen Alternative in der Immobilienbewertung.

### Ursprünge der Methode

Das DCF-Verfahren wurde erstmals 1877 in den USA beschrieben. Zu Beginn des 20. Jahrhunderts setzte man es dort vor allem ein, um große industrielle Investitionsentscheidungen zu bewerten. Zentrales Merkmal ist die periodische Betrachtung der Zahlungsströme innerhalb eines definierten Zeitraumes. Positive und negative Periodenüberschüsse werden dabei ebenso wie der am Ende verbleibende Restwert mit einem Diskontierungsfaktor abgezinst und zum aktuellen Barwert summiert: zum Marktwert der Immobilie.

Klarer Vorteil dieser Methode gegenüber dem deutschen Ertragswertverfahren: Die periodengenaue Betrachtung der Einnahmen und Ausgaben sorgt für eine direkte Orientierung des ermittelten Wertes am aktuellen Markt und verleiht der Bewertung ein starkes dynamisches Moment. In Deutschland war das DCF-Verfahren bisher zwar bekannt, auch und gerade den Immobilien-Sachverständigen. Es fristete indes eher ein Nischendasein und wurde hauptsächlich zur Unter-

nehmensbewertung und zur Kontrolle von Investitionsentscheidungen genutzt. Die Nachfrage aus der Immobilienbranche war gering. Das hat sich geändert. Bislang existierte keine Standardisierung des Verfahrens, so dass die Handhabung und auch die Ergebnisse oft – gelinde gesagt – recht unterschiedlich ausfielen.

Ausgelöst wurde die Renaissance des DCF-Verfahrens durch zwei Faktoren. Als Wirtschaftsprüfer Ende 2004 die Bestände Offener Immobilienfonds bewerteten, unterschritten ihre Ergebnisse die Werte, die deutsche Gutachter mit ihren Verfahren ermittelt hatten. Das trat eine Diskussionslawine um Bewertungsmethoden los. Die ganzen Auseinandersetzungen um Sinn und Unsinn von nachhaltiger Miete und Liegenschaftszinssatz zu rekapitulieren, würde hier zu weit führen – zumal sich hinter dem Streit letztlich doch nur die Frage verbarg, für wie unabhängig man die unabhängigen Sachverständigen eigentlich erachtete.

### Ausländer wollen DCF

Langfristig bedeutsamer scheint der zweite Faktor: Angelsächsische Investoren, die in jüngster Zeit verstärkt auf den deutschen Immobilienmarkt drän-

gen, tun sich mit dem deutschen Ertragswertverfahren schwer und bevorzugen das in den USA gängige DCF-Verfahren.

Die Mitglieder der Sachverständigenausschüsse Offener Immobilienfonds sahen sich in den letzten Jahren mehr als einmal in der Situation, ihre Bewertungen gegenüber Wirtschaftsprüfern und Journalisten zu erläutern, um dem Vorwurf einer vermeintlichen Überbewertung zu begegnen. Dabei entstand der Gedanke, eine Standardisierung für das DCF-Verfahren zu erarbeiten und so die Diskussion zu versachlichen. Das sollte nicht im stillen Kämmerlein unter Ausschluss der Öffentlichkeit geschehen. Daher gründete die gif Gesellschaft für immobilienwirtschaftliche Forschung einen Unterausschuss, dem renommierte Persönlichkeiten aus allen Bereichen der Immobilienwirtschaft angehörten. In mehreren Sitzungen erarbeitete dieser Kreis das Papier, das der Vorstand der gif nun am 23. Juni 2006 zur Veröffentlichung freigegeben hat.

### Das standardisierte gif-Verfahren

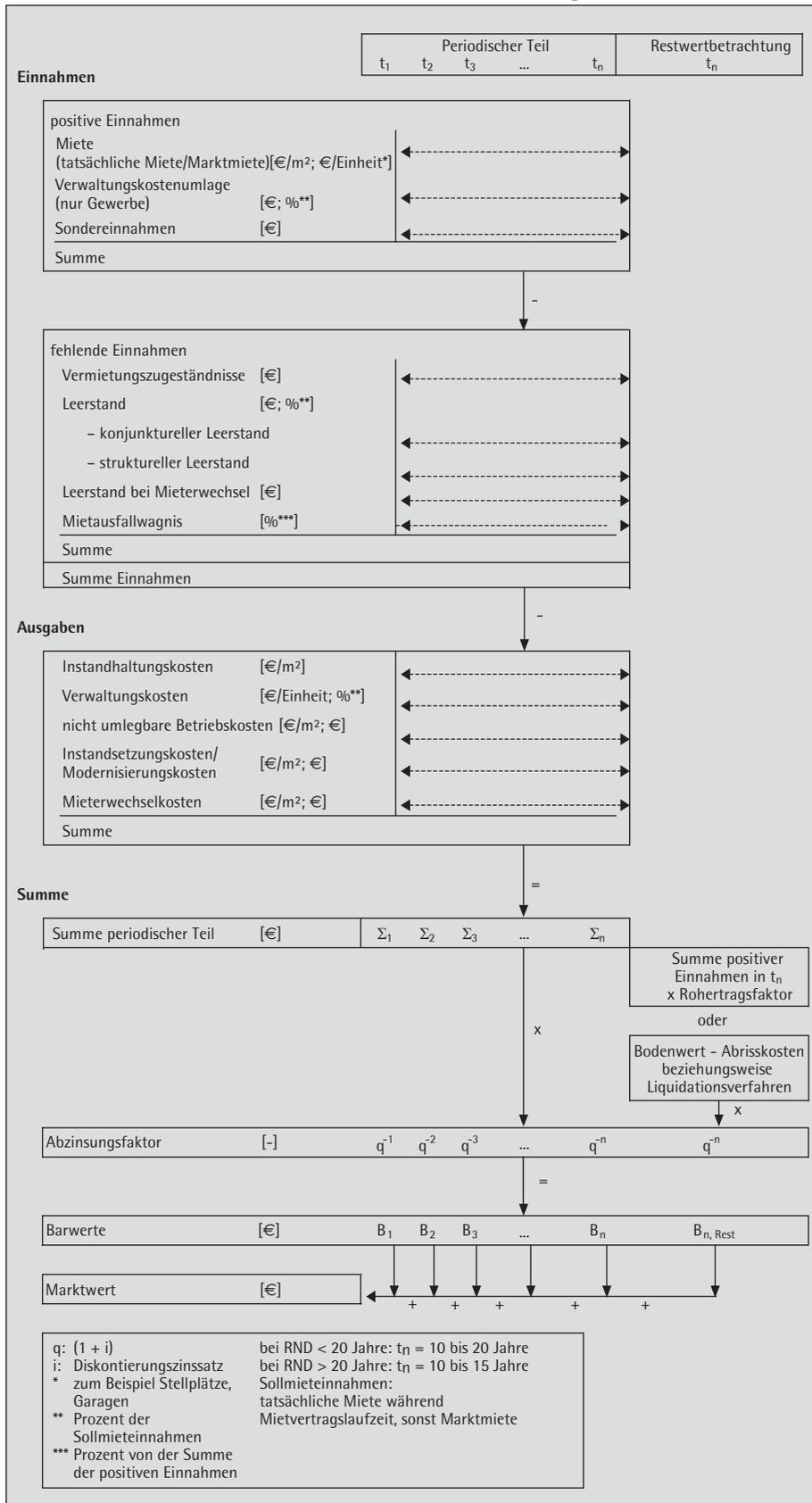
Wie das DCF-Verfahren nach dem bei der gif entwickelten Standard aussieht, zeigt das abgebildete Ablaufschema. Als Betrachtungszeitraum scheint – je nach Objekt – eine Zeitspanne von zehn bis 15 Jahren ratsam. So lassen sich wichtige Einflüsse wie die Kosten für Mieterwechsel und Instandsetzung/Modernisierung angemessen berücksichtigen. Ist die Nutzungsdauer des Objekts indes nur unwesentlich länger als der Betrachtungszeitraum selbst, kann eine Verlängerung (bis zum Abriss) sinnvoll sein.

● Die positiven Einnahmen werden aus den tatsächlichen Mieten errechnet – periodengenau bis zum Ende der einzelnen Mietverträge. Dabei sind Optionen und andere vertragliche Regelungen wie Staffelmiete oder Mietanpassungsklauseln zu beachten. Leer stehende Flächen werden in der ersten Periode mit der aktuellen Marktmiete angehalten, also mit der zum Stichtag der Bewertung rechtlich zulässigen und erzielbaren Miete. Für die folgenden Perioden muss die Marktmiete vor dem Hintergrund des örtlichen Marktes sachverständig prognostiziert und entsprechend angepasst werden. Eine solche Mietsimulation ist für eine fachgerechte Anwendung und realistische Ergebnisse unumgänglich.

### Der Autor

**Hermann Altmeppen** ist öffentlich bestellter und vereidigter Sachverständiger in Braunschweig, Lehrbeauftragter an der TU Braunschweig und Arbeitskreisleiter III bei der gif e.V., Wiesbaden.

**Ablaufschema des standardisierten DCF-Verfahrens der gif**



● Mietausfälle (fehlende Einnahmen) ergeben sich aus durch Leerstände entgangene Mieten und aus nicht einnehmbaren Mieten (Mietausfallwagnis). Beides kann die Ertragsbasis spürbar schmälern.

Um die Mietausfälle zu ermitteln, sind konjunkturelle und strukturelle Leerstände ebenso wie die Leerstandsphasen bei Mieterwechseln zu prognostizieren. (Die teilweise erheblichen Einnahmeausfälle

bei Mieterwechseln wurden bereits im Artikel „Weniger Kreditausfallrisiko durch Quantifizierung der Leerstandskosten“ in Immobilien & Finanzierung Heft 10/2006 beschrieben.)

● Die Ausgaben resultieren aus den Kosten der Bewirtschaftung der Immobilie. Zum größten Teil werden sie durch Instandsetzungs- und Modernisierungsmaßnahmen und durch den bei Mieterwechseln anfallenden Umbau- und Vermarktungsaufwand verursacht. Eine nachgeordnete Rolle spielen die Verwaltungs- und die vom Vermieter zu tragenden Betriebskosten. All diese Ausgaben müssen indes objektspezifisch in Ansatz gebracht werden. Der periodische Aufbau des DCF-Verfahrens bietet dabei den großen Vorteil, dass diese Ansätze variabel gewählt werden können, um die tatsächliche Ausgabenentwicklung realitätsnah wiederzugeben. Denn gerade die Instandhaltungskosten steigen in aller Regel mit zunehmendem Gebäudealter.

● Schließlich muss auch der Restwert der Immobilie am Ende des Betrachtungszeitraumes ermittelt werden. Dabei gilt es, zwischen dem Regelfall einer längeren und dem Sonderfall einer sehr kurzen verbleibenden Restnutzungsdauer zu unterscheiden. Im Regelfall kann der Restwert aus dem Rohertrag der letzten betrachteten Periode abgeleitet werden. Eine solche Ableitung des Restwertes über den Rohertragsfaktor macht eine vollständige methodische Trennung von DCF-Verfahren und Ertragswertverfahren möglich.

Bei Immobilien mit einer sehr kurzen verbleibenden Restnutzungsdauer bietet es sich (wie oben beschrieben) an, den Betrachtungszeitraum bis zum Ende der erwarteten Nutzungsdauer zu verlängern. Als Restwert wird dann der Bodenwert abzüglich der kalkulierten Abrisskosten angesetzt. Dieser Sonderfall findet besonders bei Objekten Anwendung, bei denen sich eine Modernisierung wirtschaftlich nicht darstellen lässt.

Aus Einnahmen und Ausgaben ergeben sich die Periodenergebnisse. Sie werden mittels des Diskontierungszinssatzes auf den zum Bewertungsstichtag geltenden Kapitalwert abgezinst. Die Berücksichtigung von Mieterwechselkosten und Leerständen quantifiziert einen Großteil der immobilienpezifischen Risiken. Das wirkt sich auf die Höhe und Streuung der Diskontierungssätze aus. Da bislang Erfahrungswerte fehlen, muss der Dis-

kontierungssatz als interner Zinsfuß aus Kauffällen abgeleitet werden. Das sollte – unabhängig von Gutachterausschüssen – durch ein Netzwerk von Sachverständigen geschehen.

Das standardisierte DCF-Verfahren bietet einen völlig unabhängigen Weg, den Marktwert von Immobilien abzuleiten. Methodische Verquickungen mit den normierten Wertermittlungsverfahren sind bewusst nicht vorhanden, um eine Plausibilisierung der Marktwerte zu ermöglichen. Der systematische Aufbau bietet den Vorteil, dass alle Ansätze transparent dargelegt und geprüft werden können.

Doch das Verfahren kann auch in anderer Hinsicht mit überzeugenden Vorteilen aufwarten – durch Synergien mit anderen Aufgaben. So lassen sich die

Daten und Ergebnisse exzellent für das operative und strategische Immobilienmanagement nutzen. Zudem erlaubt es die Systematik, mit den Ergebnissen Investitionsentscheidungen zu belegen.

### **Verlorenes Vertrauen zurückgewinnen**

Gerade im Zuge von Basel II wird es ohnehin immer häufiger nötig werden, prognostizierte periodische Zahlungsflüsse gegenüber finanzierenden Banken auszuweisen. Und schließlich bietet sich auch die Verknüpfung mit vollständigen Finanzplänen an – gleich ob die Zahlungsströme aus einem existierenden Vofi generiert oder als Basis für einen solchen aus dem DCF-Schema übernommen werden.

Was vor zwei Jahren als Krise um die Offenen Immobilienfonds begann, konnte sich dank der Standardisierung des DCF-Verfahrens so am Ende gar zum Gewinn für die Immobilienbewertung entwickeln. Die Ermittlung der Marktwerte über das standardisierte DCF-Verfahren ist jedenfalls bestens geeignet, die immer wieder propagierte Forderung nach größerer Transparenz zu befriedigen und zugleich das – ob nun zu Recht oder zu Unrecht – verlorene Vertrauen zurückzugewinnen.

Dabei ist es nicht von Bedeutung, ob das Verfahren als Alternative oder zur Plausibilisierung der Ergebnisse aus einem Ertragswertverfahren eingesetzt wird. Denn am Ende gibt es trotz aller Diskussion doch nur einen Marktwert einer Immobilie – egal mit welcher Methode man ihn ermittelt. ■