

## Neuer Index für Immobilien-Performance Deutschland?

**Thomas, Matthias: Die Entwicklung eines Performance-Indexes für den deutschen Immobilienmarkt. Schriften zur Immobilienökonomie (Hrsg.: Prof. Dr. Karl-Werner Schulte, European Business School), Verlagsgesellschaft Rudolf Müller, Köln 1997, ISBN 3-481-01236-5, kartoniert, DM 98,00**

Die European Business School (ebs), Private Wissenschaftliche Hochschule, Oestrich-Winkel, widmet sich in hervorragender Weise der Ausbildung wissenschaftlichen Nachwuchses auf dem Gebiet der Immobilienökonomie. Während an den meisten anderen Universitäten und Hochschulen dieses für die Volkswirtschaft so wichtige Gebiet zum Teil gar nicht, dann auch »so nebenbei« an den wirtschaftswissenschaftlichen Fakultäten angeboten wird, auch zuweilen nur als Ableger der Baubetriebslehre, versteht sich die ebs als Vorreiter der speziellen Betriebswirtschaftslehre, die sich mit dem Immobilienmarkt beschäftigt.

In der vorgelegten Dissertation unternimmt der Doktorand den Versuch, einen mathematisch nachvollziehbaren Index zu entwerfen, der die Entwicklung des Immobilienmarktes in Deutschland abbildet.

Die Arbeit von Thomas entstand in seiner Zeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter am Stiftungslehrstuhl für Immobilienökonomie. Sie wurde als Dissertation angenommen. Sie hat es verdient.

Der Immobilienmarkt ist ein ausgesprochen intransparenter Markt. Dieser Intransparenz des Marktes begegnen seit 1960 die Gutachterausschüsse der Gemeinden. Sie tun dies durch laufende Analyse von Verkaufsfällen. Sie erheben so Datenreihen, die das Marktgeschehen abbilden. Was den Gutachterausschüssen nicht gelingen kann, ist die laufende Analyse der Entwicklung von bestimmten, immer wieder neu zu untersuchenden Immobilien. Sozusagen ein Laborversuch, anhand dessen sich verändernde Bedingungen ablesen lassen. Gäbe es eine solche Beobachtung, wäre es denkbar, objektbezogene Entwicklungen abzubilden. Daraus könnten auch weitere Schlüsse gezogen werden.

Thomas hat sich zum Ziel gesetzt, einen allgemeingültigen Index zu entwerfen, der die Performance am Deutschen Immobilienmarkt abbildet. Der Autor ist sich be-

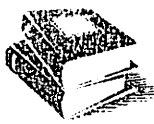
wußt, daß er Datenmaterial braucht, das laufend aktualisiert wird.

Beginnend mit sehr umfassenden, ausführlichen Beschreibungen der Charakteristika des Immobilienmarktes, über Grundlagen der Indextheorie, eine darstellende Analyse bereits bestehender Indizes (im wesentlichen von den Research-Abteilungen überregional tätiger Makler-Unternehmen), über Methoden der Wertermittlung kommt die Arbeit zur Konstruktion eines Immobilien-Indexes.

Die Frage nach der Datenbasis löst der Autor: Er bezieht die von ihm verwendeten Daten aus veröffentlichten Marktberichten der offenen Immobilienfonds Deutschlands. Das Datenmaterial ist allgemein zugänglich. So begegnet er der Intransparenz. Die Bestimmungen des Kapitalanlagegesellschafts-Gesetzes (KAAG) fordern seit der Novelle von 1990, daß offene Immobilienfonds ihre Immobilienanlagen laufend, jährlich einer professionellen Bewertung unterziehen müssen. Eine Vermögensänderungs-Darstellung ist gesetzlicher Bestandteil der Rechnungslegung. (Zwar fehlt dieses Gesetz im ansonsten hervorragenden Anhangteil des Buches, darauf wird aber hinreichend verwiesen.) Aus den veröffentlichten Rechenschaftsberichten können Daten gewonnen werden, aus denen wiederum Zyklus-Beobachtungen abgeleitet werden können. Ein Gutachterausschuß könnte ohne laufende tatsächliche Verkäufe desselben Objekts solche Verläufe nicht darstellen.

Untersucht werden nahezu sämtliche in Deutschland vorhandenen offenen Immobilienfonds, und zwar für die Zeitspanne 1989 bis 1994. Aus einer sorgfältigen cash-flow-Analyse der untersuchten Objekte, kombiniert mit der laufenden Anpassungsrate ihrer Verkehrswerte (Wertänderungs- und Realisationsrendite), entsteht das mathematische Gebilde des von Thomas entwickelten Indexes. So etwas geht natürlich nur bei Objekten, deren Verkehrswert laufend in kurzen Zeitabschnitten professionell aktualisiert wird. Dank des KAAG gibt es solche Daten, bei den offenen Immobilienfonds. Für diese Vermögensmassen lassen sich durch die laufende Einwertung Wertsteigerungen ebenso ablesen wie auch Werteinbußen. Stille Reserven und nicht realisierte Verluste werden transparent.

Dem Autor gelingt es auf diese Weise erstmalig, ein System vorzustellen, das die Leistung dieser Fonds untereinander vergleichbar werden läßt. Welche Fonds im Vergleich wie erfolgreich sind, läßt sich



methodisch nachvollziehbar darstellen, ohne auf die Eigendarstellungen der Fonds angewiesen zu sein.

Thomas ist durchaus bewußt, daß dem hohen Anspruch, das gesamte Marktgeschehen abzubilden, nicht entsprochen werden kann. Ist doch sein Index an die Management-Entscheidungen der Analysten der untersuchten Immobilienfonds gebunden. Und die haben durch deutliche Änderungen ihrer Anlage-Strategie in den vergangenen Jahren die Fonds umstrukturiert: Zu Beginn traditionell auf Wohn-Immobilien bezogen, hat sich deren Schwergewicht im beobachteten Zeitraum (1989 bis 1994) enorm in den gewerblichen Sektor verlagert.

Grundlage der Anlageentscheidungen der Portefeuille-Manager sind vornehmlich langfristige Renditeergebnisse. Der letztendliche »Total Return« ist ihre Meßlatte. Besonders im Jahre 1993 flossen den offenen Immobilienfonds ungeheure Mittel zu, rd. 15 Mrd. DM. Diese drängten auf Anlage. Das oberste Ziel der Fonds-Manager ist eine Entwicklung des Fondsvermögens, die sich sehen lassen kann. Die sinkende Rendite auf dem Markt der Wohn-Immobilien ließen die der Rendite verpflichteten Fonds-Manager auf den gewerblichen Sektor ausweichen.

Ausgeschlossen ist auch ein am Markt sonst so starker Einfluß der steuerlichen Überlegungen: Offene Immobilienfonds können keine Sonder-AfA in Anspruch nehmen. Das führte dazu, daß die Fonds im Untersuchungszeitraum bis 1994 keine Investitionen in den neuen Bundesländern tätigten. Der dort aus steuerlichen Gesichtspunkten verzerrte cash-flow lud nicht zu einer Investition ein, jedenfalls nicht die offenen Immobilienfonds.

So bildet der erarbeitete Index natürlich nicht »den« deutschen Immobilienmarkt ab, sondern den Markt, der auf renditeorientierte, nicht nach steuerlichen Vorteilen schielende Großanleger mit flexibler Anlagepolitik entfällt.

Ob durch die Beobachtung der Performance der Fonds das Verhalten eines durchschnittlichen Investors abgebildet werden kann, mag bezweifelt werden. Der Markt der individuell agierenden Anleger kann auf diese Weise nicht 1:1 simuliert werden. Der Einzelanleger kann nicht, wie die betrachteten Fonds, sein Vermögen mittel- bis kurzfristig von Wohn- auf Gewerbeimmobilien umschichten, aus mannigfaltigen Gründen.

Das mindert keinesfalls den Aussagewert

der Arbeit, die ich jedem wissenschaftlich arbeitenden Wertermittler empfehlen möchte.

### Eine Schlußbemerkung

In dem Werk wird bestätigt: Ohne laufende professionelle Wertermittlung der Immobilien, die in ein Datensystem aufgenommen sind, also statistisch gesprochen in einen »Warenkorb«, ist der Index nicht zu bestimmen. Das Buch gibt damit eine erneute Bestätigung der Bedeutung der Wertermittlung bei der laufenden Analyse von Geldanlage in Immobilien. An eine immer wieder erhobene Forderung, daß auch das Immobilienvermögen von Aktiengesellschaften sowie sonstigen Vermögensmassen, insbesondere Versicherungen, Pensionskassen u. ä. einer laufenden Kontrolle unabhängiger Sachverständiger für Immobilienbewertung – und nicht nur der Wirtschaftsprüfer – unterworfen werden sollten, kann nicht oft genug erinnert werden.

*Roland R. Vogel*

### Überarbeitet: DIHT-Broschüre »Gebühren für Gutachter«

Sachverständige, die von Gerichten, Staatsanwaltschaften und Behörden mit der Erstattung von Gutachten beauftragt werden, müssen ihrer Abrechnung nach dem »Gesetz über die Entschädigung von Zeugen und Sachverständigen« vornehmen. Die nunmehr bereits in der dritten Auflage erschienene DIHT-Broschüre »Gebühren für Gutachter« bietet in verständlicher Sprache konkrete Auslegungsregeln und Erläuterungen der einzelnen Gebührentatbestände auf dem neuesten Stand von Gesetzgebung und Rechtsprechung. Von praktischem Nutzen sind dabei die Gliederung des Gesetzestextes in überschaubare Kapitel mit aussagekräftigen Überschriften, die in jedem Kapitel befindlichen Anwendungsregeln, die kurz gefaßten Orientierungshilfen und die Muster für die Gestaltung von Kostenrechnungen.

Im Anhang befinden sich der vollständige Gesetzestext, ein Literaturverzeichnis und ein Sachregister mit den wichtigsten Schlagworten. Die Rechtsprechung wird in den Erläuterungen mit Fundstellen zitiert. Die DIHT-Broschüre »Gebühren für Gutachter«, 3. Auflage, 123 Seiten, ist zum Preis von DM 22,00 beim Deutschen Industrie- und Handelstag (DIHT), Adenauerallee 148, 53113 Bonn, zu beziehen; Fax: 0228/104663, Internet: [www.diht.de](http://www.diht.de)