



Welche Rechenmethode ist die angemessenere? Im Wettstreit zwischen deutscher und angelsächsischer Bewertung steht es unentschieden.

Wettstreit mit dem Rechenstift

IMMOBILIENBEWERTUNG ■ Die Diskussion um unterschiedliche Immobilien-Bewertungsmethoden und deren Auswirkungen hält sich hartnäckig. Jedoch: Unterschiede in den Bewertungen sind nicht auf Methoden-Differenzen zurückzuführen.

Von Susanne Schneider

Die Methoden der deutschen und der angelsächsischen Bewerter unterscheiden sich durchaus in einigen Punkten“, so Steffen Sebastian, Professor für Immobilienfinanzierung an der International Real Estate Business School (IREBS) der Universität Regensburg. Er ist auch Forschungsprofessor am Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) in Mannheim und er-

gänzt: „In Deutschland steht etwa der langfristig zu erzielende Mietertrag im Vordergrund, im angelsächsischen Raum die aktuelle Marktmiete.“ Angelsächsische Bewerter nähmen hier bei der Betrachtung der aktuellen Marktmiete Zuo- oder Abschläge vor, wenn sie erwarteten, dass die jeweilige Miete nicht marktgerecht ist. Weitere Unterschiede fänden sich in der Definition des Verkehrswert-

MARKT IT

ansatzes. „Insgesamt stellen die unterschiedlichen Methoden für mich aber keinen Grund dar, weshalb die Bewerter zu unterschiedlichen Ergebnissen kommen sollten“, resümiert Sebastian. Ohnehin sei zu bedenken, dass ein Wertgutachten immer eine ungenaue Schätzung darstellt. „Abweichungen zwischen Gutachten von 20 Prozent sind keine Seltenheit.“

Risikostrukturen unterscheiden sich

Die Abwertungen bei Immobilienportfolios, die im Deutschen Immobilien Index (DIX) abgebildet sind, fallen auf den ersten Blick geringer aus als bei Portfolios im Besitz angelsächsischer Investoren, deren Objekte in Deutschland liegen. Diese Differenz führt Sebastian jedoch nicht auf die verschiedenen Bewertungsmethoden zurück, sondern auf das unterschiedliche Risikoprofil der Immobilien. „Deutsche Investoren, insbesondere deutsche offene Immobilienfonds und Versicherungsunternehmen, sind vor allem in vergleichsweise risikoarme Core-Immobilien investiert“, hebt Sebastian hervor, „während viele Portfolios ausländischer Investoren deutlich riskanter positioniert sind.“

Auch laut Sabine Schorn, Inhaberin von Schorn Consult Immobilienberatung & -bewertung, und Hermann Altmeppen, Geschäftsführer der Altmeppen Gesellschaft für Immobilienbewertung und -beratung, sind die Differenzen zwischen der deutschen und der angelsächsischen Bewertung nicht eine Frage der Bewertungsmethode. Altmeppen zufolge, der als Sachverständiger unter anderem für offene Immobilienfonds und Versicherungen tätig ist, unterscheiden sich die Bewertungsmethoden international ohnehin kaum. Die Differenzen in der Bewertung seien daher auf unterschiedliche Ansichten der Bewerter zurückzuführen, die etwa daher rühren könnten, dass angelsächsische Sachverständige in der Regel in den großen Maklerbüros abhängig beschäftigt sind, während deutsche Sachverständige in der Regel unabhängig sind.

Schorn hält beide Systeme für gleichwertig, „wenn die notwendige Vorsicht und Umsicht bei der Immobilienbewertung beachtet wird“. Wichtig dazu sei die Einschätzung der Marktattraktivität, die

II MARKT

Lage und Qualität der Immobilie, die Nutzungsart, die wirtschaftliche Restnutzungsdauer, eine nachvollziehbare und plausible Mietflächenermittlung, marktübliche, zu generierende Mieteinnahmen, der Mietermix, die Betriebskosten und welcher Anteil davon umlegbar ist, die sonstigen wertbeeinflussenden Umstände, wie zum Beispiel zeitliche Annahmen zum Leerstandsabbau sowie die nachvollziehbare Beurteilung und Einschätzung der Faktoren.

Bewertungen angelsächsischer Investoren, die nicht diesen Kriterien entsprechen, hält Schorn für nicht vergleichbar mit einem qualifizierten Immobiliengutachten „wie es bei inländischen Investoren, und hier wiederum insbesondere bei institutionellen Anlegern, die Regel ist“. Unter anderem habe dies zur Folge, dass die Abwertungen dieser Investorengruppe geringer ausfallen als bei ihren angelsächsischen Kollegen – „wobei der Grund eher in der Qualität des Bewertungsprozesses beim Ankauf zu suchen ist“.

Sicherheitspuffer zum Verkehrswert

Selbst wenn die im DIX abgebildeten Immobilienportfolios in der jüngsten Vergangenheit tatsächlich unrealistisch hoch bewertet wurden, wie manche Experten glauben, sollten die Konsequenzen für die Banken, die diese Objekte finanzierten, eher gering sein. Das meint jedenfalls der Immobilien-Sachverständige Altmeyen und fügt an, dass den Banken bei einer Finanzierung mit ausreichend hohem Eigenkapital normalerweise überhaupt keine negativen Folgen drohten. Probleme entstünden allerdings, wenn Banken aufgrund der hohen angelsächsischen Bewertung aus der Zeit vor der Lehman-Pleite und einer Fremdfinanzierung von 90 Prozent und mehr heute zur Kenntnis nehmen müssten, dass der Wert der Immobilie die Kredite nicht mehr sichert. „Bei diesen Banken sehe ich Wertberichtigungsbedarf“, sagt Altmeyen.

Bis zur Lehman-Pleite seien in angelsächsischen Bewertungen nur Spitzenpreise ausgewiesen worden, erinnert sich Altmeyen, weil die Verkäufer den Markt diktieren. Nach Lehman dagegen hätten sich die Einschätzungen „über Nacht“ umgekehrt. So seien ihm angelsächsische Marktberichte über Städte bekannt, in

denen die Anfangsrenditen „urplötzlich“ steil anstiegen, obwohl es keinerlei Verkaufsfälle gab. „Das ist eine reine ‚Makler-Brille‘.“ Schließlich müssten Makler kurzfristig entscheiden und den Preis für das zu veräußernde Objekt finden, während Sachverständige den Wert zu ermitteln hätten. Die von den angelsächsischen Maklerbüros definierten niedrigen Preise seien aber am Markt nicht zu finden gewesen, als Anleger wie offene Immobilienfonds oder Versicherungen auch nach Lehman in erheblichem Umfang Immobilien kaufen wollten.

Die gesetzlichen Vorgaben für die Ermittlung des Beleihungswertes sind in Deutschland sehr restriktiv. Steffen Sebastian weist darauf hin, dass über eine Differenz zum Verkehrswert ein substantieller Puffer aufgebaut werde. Alle Kritik an den deutschen Bewertungsmethoden zielt darauf ab, dass diese Wertentwicklung zu stark geglättet sei. „Dies würde bedeuten, dass die vor der Finanzkrise in Boomzeiten gekauften Immobilien eher zu konservativ eingewertet worden wären“, sagt Sebastian.

Dennoch rechnet er damit, dass es – aufgrund der in vielen Teilmärkten stark gesunkenen Verkehrswerte – künftig vermehrt Fälle von Unterdeckung geben wird. „Sofern sich Banken systematisch insbesondere in diesen riskanten Segmenten – beispielsweise dem US-amerikanischen Gewerbeimmobilienmarkt – engagiert haben, ist auch eine Verschärfung der finanziellen Situation einiger Banken denkbar.“ Dies wäre aber wiederum nicht ursächlich auf das deutsche Bewertungssystem zurückzuführen.

Doch auch wenn es zu Unterdeckungen, also einer Überschreitung des im Loan-to-Value definierten Verhältnisses von Darlehensbetrag und Immobilienwert, kommt, muss daraus nicht automatisch die Fälligkeit, also Rückzahlung des gesamten Darlehens resultieren. Vielmehr, so erläutert Dr. Reinhard Kutscher, Vorsitzender der Geschäftsführung der Union Investment Real Estate, gebe es mehrere Möglichkeiten und Mechanismen, die Situation zu heilen, je nach Vertragsbestimmung oder nachträglicher Absprache mit der Bank. Die häufigste Vorgehensweise sei die Rückzahlung jenes Teilbetrags, der notwendig ist, um das festgelegte Verhältnis wieder herzustellen. Alternativ könnten zusätzliche Sicherheiten vereinbart werden, beispielsweise eine Grundschuld auf

einem noch nicht belasteten Objekt. Letzteres sei zwar aufwendiger, da ein neues Objekt eingewertet werden muss und zusätzliche Kosten für Grundschuld und Notar anfallen. „Der Vorteil ist jedoch, dass die Darlehensrückführung vermieden werden kann, dadurch langfristig Liquidität geschont und die Abzugsfähigkeit der Darlehenszinsen gesichert werden“, so Kutscher.

Deutsche Investoren sind breit aufgestellt

Sollten die Werte bei deutschen Immobilien dennoch herabgesetzt werden müssen, sind die Auswirkungen aus Sicht von Kutscher für demnächst zur Prolongation anstehende Darlehen sehr gering. Für das eigene Haus begründet er diese Meinung zum einen damit, dass „wir nicht den hohen Abwertungsbedarf sehen, da wir unsere Objekte nicht in der Hochpreisphase erworben haben“. Zum anderen seien die Inlandsinvestitionen der Union Investment nur zu einem geringen Teil mit Darlehen finanziert. Kredite konzentrierten sich auf Auslandsobjekte. Ferner seien die Finanzierungen der Union Investment-Fonds generell zu sehr moderaten Beleihungsausläufen aufgenommen. „Eine eventuelle Wertherabsetzung der Immobilie würde somit kaum zu einem Bruch des Loan-to-Value führen, sondern zu einem Beleihungsauslauf, der in den meisten Fällen noch immer als sehr moderat und konservativ einzustufen ist“, unterstreicht Kutscher.

Sabine Schorn will Abwertungen grundsätzlich zwar nicht ausschließen. Jedoch sei zu erwarten, dass diese moderat ausfallen. „Denn zum einen sind deutsche Investoren häufig breiter aufgestellt. Das heißt, sie generieren auch Erträge aus dem Management und aus Bestandsimmobilien. Entsprechend sind sie in der Lage, schnell und adäquat mit angemessenen Managementtools auf Marktänderungen zu reagieren, sodass Defizite besser kompensiert werden können“, erklärt die Fachfrau. Zum anderen sei das Gros der angesprochenen deutschen Investoren professionell im Immobiliensektor unterwegs, sodass das Management-Know-how vorhanden sei, um neue Businessziele zu formulieren und umzusetzen. Hinzu komme, dass die Banken zurzeit stillhalten, solange die

Chance besteht, dass Kredite bedient werden. Denn die Kündigung notleidender Kredite hätte eine Verschlechterung des Ratings sowie Abwertungen zur Folge, was wiederum die Eigenkapitalsituation der Banken belastet.

Dagegen hält es Professor Sebastian durchaus für wahrscheinlich, dass es in einigen Fällen nicht zur Prolongation von Finanzierungen kommt, die in nächster Zeit anstehen. „Dies ist beispielsweise dann der Fall, wenn eine Abwertung erforderlich ist und es dadurch zur Unterdeckung der Finanzierung kommt.“ Hier komme es allerdings auch darauf an, ob eine Immobilie Cashflow-Probleme habe oder nicht. Allerdings habe es in der Praxis bislang häufig so ausgesehen, dass die Banken den Bruch der Kreditbestimmungen geduldet haben, wenn der Kapitalfluss aus der Immobilie langfristig etwa durch einen geringen Leerstand gesichert ist. Insofern gelte auch hier: „Die Frage der Prolongation von Krediten aus der Krise ist keine Frage der unterschiedlichen Bewertungsansätze, sondern hängt von der Strategie des Käufers zum Erwerbszeitpunkt ab.“

Kritik an der Novelle der Wertermittlungsverordnung

Im Mai dieses Jahres wurde die Novelle zur Wertermittlungsverordnung verabschiedet. Die neue ImmoWertV trat am 1. Juli 2010 in Kraft. Ihre Regelungen sind von Gutachterausschüssen bei der Verkehrswertermittlung von Grundstücken zwingend anzuwenden. Für die Bewertungspraxis dürften von der Novelle keine großen Veränderungen zu erwarten sein.

Notwendig war die Novellierung der rund 20 Jahre alten Wertermittlungsverordnung aber dennoch. „Die bisherige Verordnung konnte den Stand der Technik nicht mehr abbilden, geschweige denn die Zukunft darstellen“, so Hermann Altmeyen. Er stellt jedoch fest, dass die Wertermittlungsverordnung nur die Gutachterausschüsse binde, während es in Deutschland keine Verordnung gebe, die Sachverständige zu einem bestimmtem Handeln verpflichteten.

Mit der Novelle ist Altmeyen, der selbst Mitglied des Sachverständigenvereins des Bundesbauministeriums zur Novellierung der Wertermittlungsverordnung war, insgesamt sehr unzufrieden. Zwar habe das Ministerium dem Gremium einen konstruktiven Entwurf dazu vorgelegt. Doch leider habe er beobachten müssen, „dass dieser konstruktive Entwurf durch das Gremium nicht verbessert, sondern verwässert wurde“. Selbst der mit dem Expertenkreis durchdiskutierte Entwurf sei dann über die Bundesländer nochmals verschlechtert worden. „Insgesamt“, so der Immobilien-Sachverständige, „ist die neue ImmoWertV für meine tägliche Arbeit als Sachverständiger für Immobilien-Großanleger völlig unbedeutend.“

