

Welche Folgen hat die Subprime-Krise für die Bewertung von Immobilien? Das Comeback des Beleihungswertes

Die anhaltende Finanzmarktkrise hat ihren Ursprung in der Immobilienfinanzierung und hier nicht zuletzt darin, dass die Finanzierung langlebiger Investitionsgüter wie Immobilien auf der Basis eines stichtagsbezogenen Marktwertes erfolgte. Welche Vorzüge der Beleihungswert für die Finanzierung von Immobilien und – durch Glättung von Übertreibungen – die Immobilienmärkte insgesamt hat, schildert dieser Beitrag.

JÖRG QUENTIN | Deutsche Hypothekenbank (Actien-Gesellschaft)

1 Der globale Immobilienmarkt

Folgt man der Presse und glaubt den Marktteilnehmern, dann unterlagen Immobilienwerte in einigen Immobilienmärkten und -segmenten innerhalb des letzten Jahres Preisrückgängen von in der Spitze bis über 30 % und mehr. Außerdem ist die Zahl der Transaktionen stark zurückgegangen und es wird von erheblichen Steigerungen der Immobilienrenditen berichtet. Dies überrascht nur insoweit, als der Anlass für die Korrektur der in den Jahren zuvor stark gestiegenen Immobilienpreise nicht wie üblich eine wirtschaftliche Rezession war, sondern die aktuelle Finanzmarktkrise. Wer die Märkte aufmerksam verfolgt, hatte wusste, dass sie sich auf Allzeithochs bewegten und Übertreibungen aufwiesen. Einige Marktteilnehmer sprachen von einer „Yield-Compression“, da es charakteristisch für die hinter uns liegende Boom-Zeit war, dass trotz nicht zu erwartender Mietpreiserhöhungen die Kaufpreise stiegen. Dies galt auch für den deutschen Markt, in dem diese Steigerungen aber nicht so ausgeprägt waren wie beispielsweise in den angloamerikanischen Immobilienmärkten. In Großbritannien wurden gegen Ende des Booms Nettoanfangsrenditen für Fachmarktcenter von weniger als 5 % p. a. beobachtet – dieser Wert lag wenige Jahre zuvor noch bei mehr als 7 % p. a. Auch in den USA sind in den letzten drei Jahren vor dem Ende des Booms in vielen Teilmärkten die Cap-Rates* um mehr als 300 Basispunkte (also 3 % p. a.) gesunken. Für die hohe Nachfrage nach Immobilien, die zu diesen Entwicklungen führte, gibt es viele Erklärungen. Als gesichert kann gelten, dass sie durch die drastische Ausweitung der Geldmenge über niedrige Zinsen wenn nicht ausgelöst, so doch unterstützt wurde.

Kennzeichnend für die zurückliegende Krise war auch die bislang absolute Dominanz des Marktwertes bei der Immobilienbewertung. Die jährliche Neubewertung mit immer höheren Marktwerten führte dabei zu einer Euphorie und einer weiteren Verstärkung der Preisspirale, nicht zu einem langsamen „Einbremsen“ auf ein realistisches Niveau. Häufig gab es keinen Richtwert, der aufzeigte, wie weit sich der inzwischen ermittelte Marktwert von den ursprünglichen Werten vor einem Boom entfernt hatte. Das Risikopotenzial, das sich allein aus der Marktentwicklung ergibt, war nicht mehr erkennbar, vor allem nicht bei Neuinvestitionen. In solchen Fällen ist allein die Erfahrung der Immobilienakteure gefragt, mit Hilfe eines ausgeprägten Risikomanagements für die Übertreibungen, die sich aus dem aktuellen Marktgeschehen ergeben haben, entsprechende Vorkehrungen zu treffen.

2 Marktwert

Der Marktwert ist ein Immobilienwert, der nur auf den Stichtag bezogen ist, und nur für diesen Zeitpunkt etwas zum Wert der Immobilie aussagt. Er beinhaltet nur insoweit zukünftige Entwicklungen, wie diese für jeden Investor, der gemäß der Marktwertdefinition in Frage kommt, ersichtlich sind. Hierin können auch spekulative Elemente enthalten sein, wenn diese wesentlich den derzeitigen Immobilienwert bestimmen. Dabei kann die Nachhaltigkeit der Betrachtung auch auf einer voraussichtlich noch zu erwartenden Mietsteigerung nach Auslaufen des Mietvertrages beruhen. Zudem können Nachfragespitzen, die absehbar nur kurzzeitig am Markt auftreten, Inhalt des Marktwertes sein, wenn sie am Tag der Wertermittlung den Immobilienwert bestimmen. Der Marktwert dient vor allem der Kaufpreisfindung und sollte daher auch nur für diesen beabsichtigten Zeitraum und Zweck gelten.

*Verhältnis von Kaufpreis zur Bruttomiete

So ist beispielsweise der Marktwert einer Wohnanlage mit Eigentumswohnungen (so genannten Condos) in den USA in der Hochphase auf rund 230 Millionen US-Dollar geschätzt worden. Aufgrund der Immobilienmarktkrise kommt derselbe Gutachter zwei Jahre später nur noch auf einen Wert von 60 Millionen US-Dollar. Beide Marktwerte sind für den jeweiligen Zeitpunkt aber richtig. In Großbritannien führen die derzeit hohen Unsicherheiten im Immobilienmarkt dazu, dass Gutachter sich in einigen Bewertungsfällen auf die sogenannte „Guidance note 5“ des Red Book der RICS (Royal Institution of Chartered Surveyors) beziehen. Hiernach übernehmen die Gutachter keine Verantwortung mehr für die Richtigkeit des Wertes aufgrund besonderer Umstände. Dieser Ausschluss führt dazu, dass Banken die Finanzierungen für Projekte mit solchen Gutachten als Grundlage nicht mehr oder nur unter sehr großen Auflagen vornehmen wollen. Ein längerfristiges Risiko- oder Portfoliomanagement lässt sich mit einer solchen Volatilität und Unsicherheit des Marktwertes aber für Immobilienunternehmen oder Banken nicht betreiben.

Der Marktwert in Verbindung mit anderen Elementen der Risikosteuerung

Bisher war insbesondere im angelsächsischen Raum der Marktwert das einzige Element, das Kunden bei Gutachtern nachfragten. Wie der Kunde mit dem Ergebnis des Gutachtens umging, lag nicht mehr in der Verantwortung des Gutachters und spielte daher auch keine Rolle bei der Wertfindung.

Da den meisten Marktteilnehmern klar ist, dass es sich beim Marktwert nur um einen Stichtagswert handelt, wurden zur Sicherheit durch den Investor oder die Bank je nach Zweck Risiko- oder -abschläge vom Marktwert vorgenommen, die sie für den jeweiligen Betrachtungszeitraum für angemessen hielten. Die hohe Volatilität des Marktwertes bei gleichzeitig hohem Druck langfristig planen zu müssen, führte daher gerade in jüngster Vergangenheit zu immer wieder neuen Konzepten für die Ermittlung eines möglichst nachhaltig und längerfristig gültigen „Sicherheitswertes“. Dieser Sicherheitswert lehnte sich jedoch an den Finanzierungszweck, die Geltungsdauer und bestenfalls noch an makroökonomische Überlegungen an. Da die Bank häufig weder die Immobilie im Detail kannte, noch über differenzierte Marktinformationen von gleicher Qualität wie der Gutachter verfügte, spielten lokale Marktgegebenheiten und die objektspezifischen Risiken, die sich insbesondere bei längerfristigen Betrachtungen ergeben können, in dieser Beurteilung keine Rolle. Bis zum Ausbruch der aktuellen Krise schien der Marktwert dennoch zur alleinigen Richtgröße in der Immobilienfinanzierung zu werden, an der sich die Risikosteuerung sowohl im Kreditvergabeprozess wie auch in der späteren Bestandsverwaltung orientierte.

Finanzmarktkrise und Bilanzierung

Die aktuelle Finanzmarktkrise macht im Bankenbereich deutlich, welche Auswirkungen zeitnahe Bewertungen zu Marktpreisen haben können. Gemäß den IAS (International Accounting Standards) wird eine Bewertung der verschiedenen Vermögenswerte, auch der Finanzmarktprodukte, zum so genannten Fair Value gefordert. Unterliegt dieser aber einer sehr hohen Volatilität oder lassen sich sogar zeitweise keine Marktpreise ermitteln, so schreiben die IAS sofortige und teilweise erhebliche Abschreibungen vor. Es ist daher nicht verwunderlich, dass jetzt viele Finanzmarkt-Akteure fordern, zu den alten Abschreibungsregelungen nach dem Handelsgesetzbuch (HGB) zurückzukehren, um ein Abfedern der Volatilitäten in den Bilanzen zu erreichen und diese nicht durch prozyklische Bilanzierung zu verstärken.

Der ebenfalls Marktschwankungen unterworfenen Immobilienmarkt unterliegt im Rahmen der IAS ähnlichen Funktionen. Immobilienunternehmen müssen gemäß IAS bei Marktschwankungen ständige Anpassungen vornehmen, die vor allem dann schmerzhaft werden, wenn es um negative Entwicklungen geht. Ein Instrument in der Bewertung, das es ermöglicht, bei den volatilen Immobilienpreisen eine nachhaltige Sicht der Vermögenswerte auszuweisen, würde zu einer Glättung des Marktes führen. In einer Boomphase würden die Übertreibungen erkennbar und zu einem adäquaten Handeln in der Risikosteuerung beitragen, was in einer Baissephase wesentlich moderatere Folgen hätte.

Das Verhalten der internationalen Banken im Rahmen der Immobilienfinanzierung verstärkt in einem volatilen Marktumfeld häufig die auftretenden Zyklen. Im Regelfall werden die Finanzierungshöhen und auch eventuelle Covenants (Kreditbedingungen) an den jeweiligen Marktwert gekoppelt. Das heißt, je nach Risikobewusstsein der Bank wird eine entsprechende stichtagsbezogene Finanzierungsquote (Loan to Value) oder einzuhaltende Höchstquote über die Laufzeit der Finanzierung hinweg gewählt. Beide Quoten richten sich aber meist nicht nach den gegenwärtigen und erst recht nicht nach den zukünftigen Marktverhältnissen und der Objektqualität, sondern oft nach dem eigenen Risikoempfinden der Bank und können auch von Zwängen des Bankenmarktes beeinflusst werden. Spezielle Kenntnisse über die betreffende Immobilie oder den jeweiligen Teilmarkt sind für die Festlegung solcher Kreditbedingungen nicht zwingend erforderlich. Regelmäßig erfolgt deren Festlegung ohnehin nicht durch einen Immobilienspezialisten, der das Objekt besichtigt und wie ein Gutachter analysiert hat, um es im jeweiligen Teilmarkt vergleichen zu können.

Prozyklische Wirkung von Nachschusspflichten

Diese sehr starke Korrelation zwischen Marktwert und Finanzierungshöhe führt bei steigenden Märkten quasi automatisch zu steigenden Darlehensvolumina. Im Gegenzug ergibt sich in einem stark fallenden Markt sehr schnell die Verletzung von marktwertbasierten Covenants. Die Koppelung der Darlehensvergabe an den Marktwert bewirkt ein prozyklisches Verhalten aller Finanzinstitute, das jeweils trendverstärkend wirkt und in einer Abschwungphase Immobilienunternehmen deutlich unter Druck setzt. Kreditvereinbarungen, die sich nach dem Marktwert richten, werden in einer Immobilienkrise mit volatilen Märkten zu einer Belastung. Wird eine Vereinbarung, nach der eine ständige Verpflichtung besteht, einen bestimmten Abstand zwischen Marktwert und Darlehenshöhe einzuhalten, verletzt (so genannter Event of Default), was in einer beginnenden Rezession durchaus in weniger als einem halben Jahr nach Vergabe des Darlehens erfolgen kann, muss ein Investor beispielsweise Eigenkapital nachschießen. Dies ist in einem Einzelfall sicherlich unkritisch. Ein Verfall der Preise über den gesamten Immobiliensektor hinweg – die Regel bei einer Immobilienkrise – wirkt dann aber in mehrfacher Hinsicht prozyklisch: eine Immobiliengesellschaft könnte bei mehreren ihrer Objekte oder mehrfach bei der- oder denselben Immobilie(n) von einer Nachschusspflicht betroffen sein. Dies alles erhöht das Risiko der finanzierenden Bank, dass ihre Schuldner den vertraglichen Pflichten nicht mehr nachkommen können, erheblich.

Es wird deutlich, dass der stichtagsbezogen ermittelte Marktwert nicht für eine längerfristige, der Finanzierung entsprechende Betrachtung ausreicht, sondern ein anderes Hilfsmittel für eine nachhaltige Betrachtung erforderlich ist.

3 Überlegungen und Konzepte zu einem „Sicherheitenwert“

Es ist durchaus sinnvoll, dass der Gutachter zur längerfristigen Werthaltigkeit der Immobilie Aussagen macht. Dieser Sicherheitenwert bildet dann den Maßstab, an dem erkennbar wird, dass sich der Markt in einer Hochphase befindet, wenn große Abstände zwischen diesem Wert und dem Marktwert beobachtet werden. Im Gegensatz dazu fallen in einer schlechten Marktphase der Marktwert und dieser ermittelte Maßstab annähernd zusammen. Es gibt mehrere Herangehensweisen an die Findung eines solchen Sicherheitenwertes.

Abschlagsverfahren

Ein immer wieder auftauchender Vorschlag für dieses Problem sind so genannte Abschlagswerte. Hierbei soll der Gutachter je nach Immobilienart oder -lage einen immer gleichen oder prozentualen Abschlag auf den ermittelten Marktwert vornehmen. Ein Abschlag in immer gleicher prozentualer Höhe kann jedoch keine Maßstabfunktion wahrnehmen, da er die individuellen Eigenschaften der Immobilie nicht berücksichtigen würde und zudem außer Acht ließe, ob der Markt sich in einer Auf- oder Abschwungphase befindet (s. o.). Ein variabler prozentualer Abschlag kann eher zu einem Sicherheitenwert führen, ist aber nur der halbe Schritt. Da er alle Risiken in einer Zahl vereinen muss, fehlt die Transparenz. Nachvollziehbarer und für den Immobilienbewerter einfacher zu bestimmen ist es deshalb, im Rahmen der bekannten Wertermittlungsparameter entsprechende objektbezogene, risikoadäquate Abschläge vorzunehmen oder Höchst- bzw. Mindestgrenzen zu beachten, wie es z. B. das Konzept des Beleihungswertes vorsieht.

Vacant Possession Value (VPV)

Aufgrund der sich vor allem in Großbritannien stark abkühlenden Gewerbeimmobilienmärkte wird seit einiger Zeit in Gutachten angelsächsischer Bewertungsunternehmen neben dem Marktwert zunehmend der so genannte VPV ausgewiesen. Das ist der Versuch, aus dem angelsächsischen Bewertungsverfahren heraus einen sicheren Wert in Krisenzeiten zu ermitteln. Diesen Wert soll die Immobilie haben, wenn sie zum Bewertungsstichtag neu vermietet werden müsste, und zwar an einen durchschnittlichen, derzeit am Markt auftretenden Mietinteressenten und zu durchschnittlichen Mietkonditionen. Die für angelsächsische Bewertungen typische hohe Abhängigkeit des Marktwertes von der Bonität der derzeitigen Mieter entfällt in diesem Fall und das Ergebnis ist jedenfalls ein Wert, der besonders hohe Mieten der vorangegangenen Boomphase und deren vermietetfreundliche Mietkonditionen nicht berücksichtigt. Er kommt somit dem Beleihungswert hinsichtlich der Kriterien Nachhaltigkeit und Drittverwendbarkeit nahe. Als Sicherheitenwert ist er aber nicht geeignet, da er im umgekehrten Fall (also bei boomenden Märkten) zu einer Überbewertung führt. Kommt der Markt nämlich aus einer Rezession, sind die Immobilien im Regelfall zu sehr niedrigen Mieten mit mietergünstigen Konditionen vermietet. Für den VPV wären in diesem Fall die derzeit erzielbaren höheren Marktmieten anzusetzen. Da diese aber nicht sofort durchsetzbar sind, liegt der VPV in diesen Fällen oberhalb des Marktwertes, was Immobilienpreise eher zu positiv erscheinen lässt.

Immobilienicherheiten im Rahmen der Bewertung durch Wirtschaftsprüfer

Da die nachhaltige Sicherheitenbewertung für Wirtschaftsprüfungsunternehmen ebenfalls eine wesentliche Bedeutung hat, haben sich diese für die Prüfung von Immobilienwerten als Sicherheiten von Finanzinstituten einen Hinweis für die Prüfung von Markt- oder Beleihungswerten gegeben (Prüfungshinweis 9.522.1 des Instituts der Wirtschaftsprüfer). Dabei handelt es sich nicht um ein eigenständiges Bewertungsverfahren, allerdings werden Grenzen und Bandbreiten definiert, in denen sich die einzelnen Bewertungsparameter bewegen sollen. Diese ähneln in Teilen den Begrenzungen beim Beleihungswert.

4 Der Beleihungswert

Geschichte und Funktion des Beleihungswertes

In Deutschland gibt es für die Immobilienfinanzierung seit über 100 Jahren ein Konzept, einen sicheren Wert zu ermitteln. Es geht auf das „altehrwürdige“ Hypothekendarlehenbankgesetz aus dem Jahr 1900 zurück, das 2005 durch das Pfandbriefgesetz (PfandBG) abgelöst wurde. Um die Käufer von Hypothekendarlehenbriefen umfassend zu schützen, wurde ein Beleihungswert definiert, der den Immobilienwert darstellen soll, der jederzeit während der Laufzeit der Finanzierung in einem freihändigen Verkauf am Markt und nicht unter Zwang- oder Zerschlagungsprämissen zu erzielen ist. Zur Ermittlung dieses ursprünglich als Verkaufswert bezeichneten besonderen Wertes wurden auch spezielle Verfahren definiert, sie wurden zuletzt durch die Veröffentlichung der Beleihungswertermittlungsverordnung (BelWertV) 2006 vereinheitlicht.

Beleihungswert

Nach § 3 der BelWertV ist der Beleihungswert der Wert der Immobilie, der erfahrungsgemäß unabhängig von vorübergehenden, etwa konjunkturell bedingten Wertschwankungen am maßgeblichen Grundstücksmarkt und unter Ausschaltung von spekulativen Elementen während der gesamten Dauer der Beleihung bei einer Veräußerung voraussichtlich erzielt werden kann. Dabei ist die zukünftige Verkäuflichkeit der Immobilie unter Berücksichtigung der langfristigen, nachhaltigen Merkmale des Objekts, der normalen regionalen Marktgegebenheiten sowie der derzeitigen und möglichen anderen Nutzungen im Rahmen einer vorsichtigen Bewertung zugrunde zu legen.

Die eingangs bereits erwähnte stark gewachsene Geldmenge führte auf dem Kapitalmarkt unter anderem dazu, dass sich Banken seit Mitte der 1990er Jahre zunehmend günstiger über Verbriefungsprodukte refinanzieren konnten und gleichzeitig der Unterschied zu einer Refinanzierung mit ungedeckten Schuldverschreibungen am Kapitalmarkt den Aufwand, den das Hypothekendarlehenbankgesetz und später das Pfandbriefgesetz forderten, z. B. die Führung eines Deckungsregisters, nicht rechtfertigte. Aufgrund der zurückgehenden Bedeutung des Pfandbriefsegmentes schien daher zunächst auch der Beleihungswert an Bedeutung zu verlieren.

Auch die Einführung der neuen Eigenkapitalregeln für Banken (Basel II), die erhebliche Erleichterungen im Rahmen der ständigen Überwachungen zulassen, wenn ein Beleihungswert ermittelt wurde, konnte diesen Trend nicht umkehren. Nicht zuletzt die Kritik, dass das durch die BelWertV vorgeschriebene Verfahren zur Ermittlung der Beleihungswerte zu marktfernen Werten führe, hat dazu beigetragen, dass dieser Wert im Kreise der Gutachter außerhalb der Banken wenig Anerkennung in seiner eigentlichen Bedeutung fand.

Die derzeitige Kreditkrise hat dazu geführt, dass die Mittelbeschaffung von Immobilienfinanzierern deutlich erschwert wurde und teilweise noch wird. Einige „Refinanzierungskanäle“ sind für Kreditinstitute seit Monaten nicht mehr zugänglich, in anderen müssen sie deutlich erhöhte Preise für die Aufnahme von Kapital zahlen. Die einzige Refinanzierungsmöglichkeit im Bereich der Immobilienfinanzierung, die selbst angesichts der derzeitigen Kreditkrise noch zu annehmbaren Preisen besteht, ist der Pfandbrief. Neben den strengen Regelungen des Pfandbriefgesetzes nennen Investoren vorrangig den konservativ ermittelten Beleihungswert als wesentlichen Pluspunkt. Durch diese neue Attraktivität der Pfandbriefrefinanzierung kommt es in den letzten Monaten vermehrt zu Anfragen, wie die Refinanzierung über Pfandbriefe darstellbar ist. Es ist bezeichnend, dass diese Anfragen nicht mehr nur von inländischen Banken kommen. Auch ausländische Institute und Länder (z. B. die USA), die in der Vergangenheit die Regelungen zu aufwendig und wenig marktnah fanden, entdecken das Pfandbriefsystem und – als seinen wesentlichen Bestandteil – den Beleihungswert.

Scheinbar hat es dieser Krise bedurft, um den Marktakteuren zu zeigen, dass längerfristige Betrachtungsweisen unter Einbeziehung der besonderen Eigenarten der Sicherheit Immobilie nicht mit einem stichtagsbezogenen Wert vereinbar sind.

Der Beleihungswert in der Kreditvereinbarung

Kreditvereinbarungen auf Basis des Beleihungswertes können aufgrund der längerfristigen Betrachtungsweise die größten Marktausschläge abfedern. Zum einen führt der konservativ ermittelte Beleihungswert dazu, dass es deutlich seltener zu Events of Default als bei markt-wertbasierten Covenants kommt. Zum zweiten wird, aufgrund des Abstandes zwischen Markt- und Beleihungswert der Marktzyklus transparenter, in dem die Immobilie sich befindet. Der Beleihungswert kann also gerade in volatilen Märkten eine ausgleichende Rolle einnehmen und dafür sorgen, dass Übertreibungen in beide Richtungen nivelliert werden und sich nicht eins zu eins auf die Handlungen der Marktteilnehmer auswirken. Dies entspricht auch dem Wesen der Immobilie als langfristigem Anlagegut. So kann eine Immobilie zwar aufgrund der Marktschwankungen stark an Wert verlieren. Ein stabiler Cash-Flow über einen durch Mietvertrag festgelegten Zeitraum führt beispielsweise aber nicht zwangsläufig auch dazu, dass diese Immobilienfinanzierung zum Problem wird. Sie kann sich dadurch sogar über eine Immobili-enkrise hinweg retten, ohne dass es zu einem Ausfall für die Bank kommt.

Der Beleihungswert erfordert keinen Blick in die Kristallkugel

Von Marktteilnehmern und auch von Sachverständigen ist häufig zu hören, dass der Beleihungswert einem „Blick in die Kristallkugel“ gleichkomme. Natürlich ist ein Blick in die Zukunft schwierig und sicherlich ist es einfacher, wenn sich ein Gutachter nur auf die heutigen Transaktionen als Vergleichswerte beziehen muss, statt sich Gedanken über die mögliche Zukunft der Immobilie zu machen. Allerdings ist die Frage zu stellen, wie es Sachverständigen gelingt, ihren Gutachten detaillierte Discounted Cash-Flow (DCF)-Berechnungen für die nächsten zehn bis 20 Jahre beizulegen. Auch die deutsche Ertragswertermittlung stellt auf die Nachhaltigkeit der Erträge für die Zukunft und damit verbunden des Liegenschaftszinses ab. Offensichtlich sind Gutachter sehr wohl in der Lage, auch zukunftsbezogene Überlegungen anzustellen. Beim Beleihungswert kommt aber noch eine besondere Herausforderung hinzu: Der Gutachter muss auch die Vergangenheit des Immobilienmarktes kennen, um zu wissen, welche zukünftigen Entwicklungen unter Risikogesichtspunkten gerade für die zu bewertende Immobilie zu erwarten sind. Dies erfordert natürlich umfangreiches Datenmaterial und ausreichend lange Markterfahrung. Wer hier Defizite hat, fühlt sicherlich eine gewisse Unsicherheit und Abneigung gegenüber dem Beleihungswertkonzept.

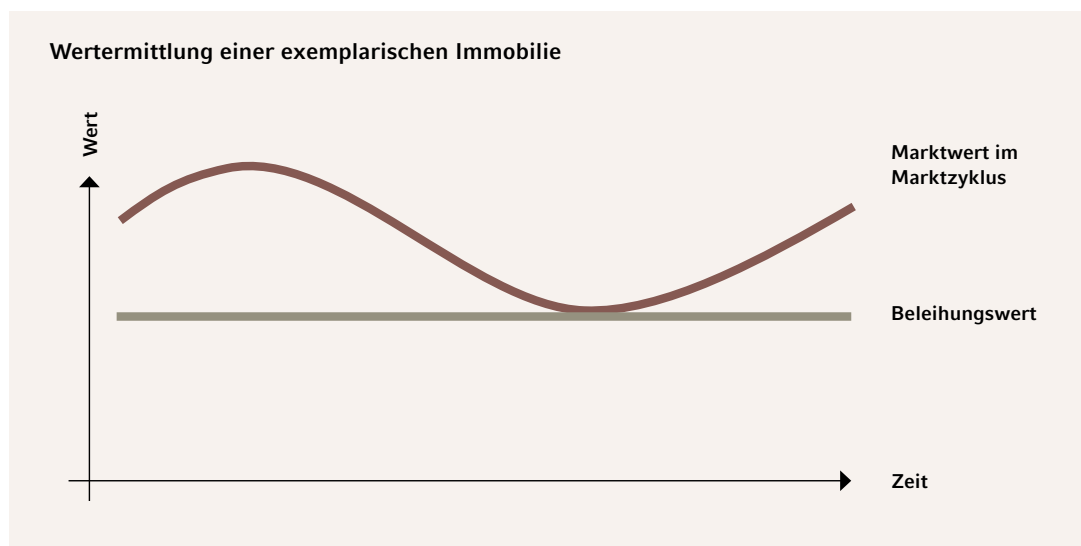
Der Beleihungswert ist kein synthetischer Wert

Eine Kritik, die am Beleihungswert von Sachverständigen immer wieder geübt wird, ist, dass es sich bei dem Beleihungswert nicht um einen echten, sondern um einen synthetischen Wert handele. Diesem Vorwurf kann mit der Geschichte des Immobilienmarktes und des Beleihungswertes begegnet werden. In den 1990er Jahren erfolgte eine Abkehr vom Abschlagsverfahren. Im Rahmen dieses Verfahrens wurden von allen ermittelten Verkehrswerten einfach 15 % abgezogen und das Ergebnis als Beleihungswert deklariert. Stattdessen wurde eine individuelle Beurteilung des Beleihungswertes der einzelnen Immobilie vorgenommen. Die Überleitung zu dieser detaillierten Methode hat die Einführung von (inzwischen in der BelWertV geregelten) Bandbreiten und Untergrenzen erforderlich gemacht, um die Nachhaltigkeit der erzielbaren Immobilienwerte weiter zu gewährleisten. Die Regelungen der BelWertV

zeigen, dass bei richtiger Anwendung je nach Marktzyklus der Abstand zwischen Markt- und Beleihungswert immobilienpezifisch stark schwankt. So sind in einem rezessiven Markt, wie er Ende der 1990er Jahre in den neuen Bundesländern anzutreffen war, teilweise nur sehr geringe Unterschiede zwischen Markt- und Beleihungswert zu beobachten gewesen. Hingegen lagen Beleihungswerte von Eigentumswohnungsanlagen in den USA oder von Fachmarktzentren in Großbritannien in der Boomzeit von 2004 bis 2006 teilweise mehr als 40 % unter dem ermittelten Marktwert.

Dies zeigt, dass selbst die in der BelWertV noch nicht voll ausgereiften Grenzdefinitionen für die Bewertungsparameter wie Kapitalisierungszins, Bewirtschaftungskosten oder Restnutzungsdauer bei richtiger Anwendung sehr gut das aktuelle Risikopotenzial darstellen können. Eine vereinfachte schematische Grafik, die dem Beleihungswert den (jeweiligen) Marktwert gegenüberstellt, macht das deutlich:

BELEIHUNGSWERT UND MARKTWERT IM VERGLEICH



Dieser Erfolg ist allerdings nur dann erzielbar, wenn der Beleihungswert eben nicht durch eine rein rechnerische Ableitung vom Marktwert (quasi als sein Derivat) festgelegt wird. Dies würde ähnlich wie bei einem Abschlagsverfahren wieder nur zu einem synthetischen Wert führen, der die Individualität der Immobilie nicht ausreichend berücksichtigt. Im Vordergrund muss daher immer eine eigenständige Ermittlung des Beleihungswertes stehen.

Die Beleihungswertermittlung ist nicht auf die Finanzierungsstruktur ausgerichtet

Immobilien sind ein langlebiges Wirtschaftsgut. Dies berücksichtigt der Beleihungswert, der auf die längerfristige Betrachtungsweise der Immobiliensicherheit abstellt, nicht auf die beabsichtigte Finanzierung der Bank. Beim Beleihungswert gibt es keine Verbindungen zwischen dem vom Gutachter ermittelten Wert und der beabsichtigten Finanzierungshöhe oder -struktur. Auch der Finanzierungszeitraum spielt keine Rolle. Allein die Immobilie bestimmt den Beleihungswert, der daher auch mit den bekannten und gültigen Bewertungsmethodiken ermittelt wird.

5 Der Beleihungswert international

International hat der heutige Verband deutscher Pfandbriefbanken (der frühere Verband deutscher Hypothekenbanken) die Aufnahme einer Definition des Mortgage Lending Value in Bewertungsregelwerke bereits vor Jahren betrieben, sie wurde schon im so genannten Bluebook der TEGoVA (The European Group of Valuers' Associations) im Jahr 2000 aufgenommen. Genauso findet er sich in den Regelungen der IVSC (International Valuation Standard Commission) wieder. Nicht zuletzt und einem Ritterschlag gleichkommend wurde er in das Red Book aufgenommen, das die Grundlage für die Immobilienbewertung der Bewerber der RICS bildet.

Umsetzungen des Mortgage Lending Value (MLV) in ein nationales Konzept gibt es derzeit aber nur wenige. So sind außer in Deutschland nur in Tschechien, Polen und Spanien spezielle rechtliche Regelungen für die Bewertung der Sicherheiten für Covered Bonds und nur in Spanien und Tschechien auch eigene Regelungen zur Bestimmung eines nationalspezifischen MLV vorhanden. In einigen europäischen Ländern wird aber für finanzwirtschaftliche Zwecke zusehends ein MLV ausgewiesen, der jedoch meist nur über einen Aufschlag auf die Marktwertrendite abgeleitet wird und damit kein eigenständiger Wert ist. Zudem unterliegt er damit auch den vollen Volatilitäten des Marktes. In den Niederlanden wird für Banken der Versteigerungswert ausgewiesen, der die höheren Transaktionskosten und die verlängerte Vermarktungszeit als Abschlag vom Marktwert berücksichtigt. Allerdings wurde hier auch schon ein erstes nationales Konzept für die Ermittlung eines eigenständigen Beleihungswertes auf Grundlage der niederländischen Bewertungsverfahren entwickelt, das auch bei Bedarf schon eingesetzt wird.

Dies und die obigen Ausführungen zum Vacant Possession Value zeigen, dass es einen internationalen Bedarf für ein solches Bewertungskonzept aus fachlicher Sicht schon länger gibt. Allerdings scheinen viele Marktteilnehmer bisher noch nicht erkannt zu haben, welche Möglichkeiten im Beleihungswert bzw. Mortgage Lending Value stecken. Die aktuelle Finanzmarktkrise und vor allem ihre Folgen für die Gesamtwirtschaft, die uns noch einige Zeit beschäftigen werden, führen aber zu einer Hinwendung zu längerfristigen Betrachtungsweisen und damit automatisch zu einer Bewertung, die diese Zeiträume abdeckt. Ob dabei das auf Deutschland zugeschnittene Konzept der Beleihungswertermittlung zum Tragen kommt oder länderspezifische Gegebenheiten zu eigenen Bewertungsregelungen für den Mortgage Lending Value führen, ist zweitrangig. Verlassen muss sich der Auftraggeber eines Bewertungsgutachtens vor allem auf die Aussagekraft eines längerfristig gültigen Wertes. Dieser darf daher kein Derivat des Marktwertes sein, sondern muss die nachhaltige Perspektive der Immobilie im Fokus haben.

6 Fazit

In Zeiten, in denen Wirtschaftsprüfer einen nachhaltigen Wert für die zu beurteilenden Immobilienvermögen ihrer Klienten oder im Rahmen einer Prüfung bei Kreditinstituten suchen, in denen Ratingagenturen ihre Vorgehensweise bei den strukturierten Immobilienfinanzmarktprodukten überdenken müssen und nicht zuletzt Banken wieder stärker die längerfristige Werthaltigkeit der Immobilien bei Finanzierungen in den Vordergrund rücken, erlangt eine nachhaltige Wertdefinition gegenüber dem volatilen Marktwert wieder neue Attraktivität. Gerade im Zuge der aktuellen Finanzmarktkrise zeigt der Beleihungswert, der in den vergangenen Jahren auch bei den Kreditinstituten schon in eine Spezialistenecke abgedrängt worden war, dabei ungeahntes Potenzial.

Dieses Konzept eines nachhaltigen Wertes ohne spekulative Elemente trägt dazu bei, dass Pfandbriefbanken ihre Immobilienfinanzierungen über die Emission von Pfandbriefen auch in Krisenzeiten zu attraktiven Konditionen refinanzieren können. Auch wenn die Grenzdefinitionen in der BelWertV sicherlich noch nicht differenziert genug sind und es wünschenswert wäre, wenn auch für die Bewertungseigenarten im Ausland abgestimmte Methodiken vorhanden wären, ist die derzeitige Sicherheit, die sich mit dieser Konzeption ergibt, offensichtlich in einer Krise sehr attraktiv und führt zu einem vor Monaten noch nicht geahnten Wettbewerbsvorteil für die einstmals so „langweiligen“ Pfandbriefbanken. Im internationalen Wettbewerb des Pfandbriefs etwa mit Covered Bonds z. B. aus England oder Irland, deren Sicherheiten sämtlich auf Marktwertbasis bewertet werden, zeigt sich, dass der Pfandbrief die Nase vorn hat.

Den Hypothekenpfandbrief abzusichern ist die ureigenste Funktion des Beleihungswertes. Aber das Beleihungswert-Konzept kann aufgrund seiner längerfristigen Betrachtungsweise mehr: Nicht zuletzt könnte seine breite Anwendung zu einer Beruhigung von stark volatilen Immobilienmärkten führen. Daher ist die kontinuierliche Weiterentwicklung der BelWertV, als wesentliche Voraussetzung für eine breite Anerkennung, ein Schwerpunkt in der Arbeit des vdp.