

# IMMOBILIEN FINANZIERUNG

— DER LANGFRISTIGE KREDIT —

DIGITALER  
SONDERDRUCK

## MARKT- UND OBJEKTBEWERTUNG



KREDITWIRTSCHAFTLICHE WERTERMITTLUNG  
IN UNRUHIGEN ZEITEN  
ANNETT WÜNSCHE / JÖRG QUENTIN



## MARKT- UND OBJEKTBEWERTUNG

## KREDITWIRTSCHAFTLICHE WERTERMITTLUNG IN UNRUHIGEN ZEITEN

Die aktuelle Marktphase ist geprägt von vielen Unsicherheiten. Der Superzyklus ist zu Ende und es muss sich erst eine neues Preisgefühl und Preisgefüge zwischen Verkäufern und Käufern herausbilden. Das stellt auch die Gutachter vor Herausforderungen, da markt- beziehungsweise Preisentwicklungen überzeichnet sein können. Es gilt, das richtige Maß zu finden, wie die beiden Autoren in diesem Artikel herausheben. Grundsätzlich bewahren sich die beiden gängigen Bewertungsverfahren im deutschen Markt – die Marktwertmethode und die Beleihungswertermittlung – auch in diesen Zeiten. Beide Verfahren werden in diesem Beitrag gerade auch mit Blick auf die aktuellen Marktphasen vorgestellt. Das Fazit der Autoren: Bei der Marktwertermittlung sollte die Qualität der Immobilie, insbesondere die Stabilität der Cashflows im Fokus stehen. Und mit Blick auf die Beleihungsermittlung wird der Wunsch erneuert, dass die in Deutschland mit der BelWertV vorliegende Methodik dahingehend weiterentwickelt würde, marktnäher die spezifischen Eigenschaften der einzelnen Immobilie, insbesondere ihre individuellen Risiken, adäquat abbilden zu können.

Red.

Über Jahre kannten die Immobilienmärkte nur eine Entwicklungsrichtung: stetig nach oben. Die Covid-19-Pandemie stellte den Startpunkt für strukturelle Änderungen in vielen Lebens- und Arbeitsbereichen dar oder beschleunigte derartige Entwicklungen enorm. Gekoppelt mit der jüngsten EZB-Geldpolitik und den damit steigenden Zinsen ist dieser Aufwärtstrend der Immobilienmärkte beendet worden. Kaum ein Gespräch unter Immobilienexperten dreht sich derzeit nicht um die Fragen, welche Immobilienart wie stark von Wertreduzierungen betroffen ist und wann es wieder aufwärtsgeht.

DIE AUTORIN

### ANNETT WÜNSCHE

Bereichsleiterin  
Immobilienbewertung,  
Verband deutscher  
Pfandbriefbanken (vdp),  
Berlin



Foto: Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp)

DER AUTOR

### JÖRG QUENTIN

Managing Director and  
Head of Property Analyses  
and Valuation, pbb  
Deutsche Pfandbriefbank,  
Garching, Vorsitzender  
des vdp-Ausschusses für  
Bewertungsfragen



Foto: pbb Deutsche Pfandbriefbank

Die kreditwirtschaftliche Wertermittlung steht vor der Herausforderung, mit dieser Unsicherheit umzugehen. Die gute Nachricht an dieser Stelle ist folgende: Die in der kreditwirtschaftlichen Immobilienbewertung angewandten Methoden bewähren sich auch in diesen unruhigen Zeiten. Deutschland verfügt über ein Netzwerk hochqualifizierter Gutachter, die die jeweiligen Märkte, in denen sie bewerten, sehr gut kennen und die Methoden mit einem Fokus auf die speziellen Anforderungen der Kreditwirtschaft beherrschen. Eine etablierte Praxis in den Kreditinstituten zum Monitoring von Immobilienwerten ergänzt die hohe Qualität der Erstbewertungen um den Aspekt einer regelmäßigen und anlassbezogenen Überwachung und Überprüfung dieser Werte über die Kreditlaufzeit.

### Aktuelle Marktentwicklung – zwei Effekte

Was passiert derzeit in den einzelnen Immobilienteilmärkten? Die seit einem Jahr anhaltenden Preisanpassungen auf dem deutschen Immobilienmarkt setzten sich im dritten Quartal 2023 fort. Gegenüber dem Vorquartal reduzierten sich die Preise in Deutschland um durchschnittlich 1,7 Prozent. Auf Jahressicht belief sich das Minus gegenüber dem dritten Quartal 2022 auf 7,1 Prozent. Damit hat der vdp-Immobilienpreisindex seit seinem Höchststand im zweiten Quartal 2022 (194,8 Punkte) 8,0 Prozent eingebüßt. Die Preiskorrektur findet nach wie vor in allen Assetklassen statt, bei Wohnimmobilien allerdings in deutlich geringerer Ausmaß als bei Gewerbeimmobilien.

Bei dieser Preisentwicklung haben wir es zum einen mit einem zyklischen Moment zu tun, das ausgelöst durch den extrem schnellen Anstieg der Kapitalmarktzinsen dazu führte, dass Finanzierungen sich schlagartig verteuert haben. Bisherige Kalkulationen für Immobilieninvestments, sei es im gewerblichen oder im Wohnungsbereich, müssen überarbeitet werden und gehen im schlechtesten Fall nicht mehr auf. Käufe werden daher zurückgestellt, der Investmentmarkt kommt fast zum Stillstand. Dies ist die Situation seit dem dritten Quartal 2022.

Seit dem zweiten Quartal 2023 ist erkennbar, dass alternative Anlagen wieder attraktiver werden. Das gilt für den professionellen Investmentmarkt mit einem Hinwenden zu sicheren Staatsanleihen genauso wie für private Käufer von Wohnungen zu Anlagezwecken, die nun beispielsweise wieder vergleichsweise attraktive Sparzinsen vorfinden. Grundsätzlich kann man hier erstmal von einer Normalisierung des Umfelds des bis 2022 von steigenden Preisen gekennzeichneten Immobilienmarktes sprechen.

### Auswirkungen auf Preise und Werte

Zum anderen sind spezifische Trends zu beobachten, die einzelne Marktsegmente zusätzlich belasten und nicht zyklisch auftreten. Dies betraf den Einzelhandel schon vor der Covid-19-Pandemie mit dem großen Einfluss des Onlinehandels. Es folgte das Hotelsegment mit den durch die Covid-19-Pandemie ausgelösten Änderungen im Reiseverhalten, das aber inzwischen überwunden scheint. Recht aktuell hinzugekommen ist der Büroimmobilienbereich mit den Trends des „New Work“, insbesondere der Ausweitung von der Nutzung von „Homeoffice“ und des „Green Building“. Die Folge ist, dass Immobilien, die die neuen Anforderungen nicht erfüllen, an zukünftig geringerer Vermietbarkeit leiden, und umgekehrt bei modernen Mietflächen derzeit sogar Mietsteigerungen durchgesetzt werden können – für Investoren in einem zyklischen Immobilienmarkt tief eine zusätzliche Unsicherheit.

Frühere Krisen haben zudem gezeigt, dass aktuell die Zeit der Opportunisten ist. Diese

nutzen die Drucksituation einiger Immobilieneigentümer, Immobilienentwickler und die allgemeine Marktunsicherheit aus, um günstig Immobilien zu erwerben. Preise, die in dieser Marktphase entstehen, sind jedoch keine Marktwerte, da sie nicht der Definition des unten beschriebenen Marktwertes entsprechen. Sie sind der jeweiligen wirtschaftlichen Lage des Eigentümers geschuldet und haben mit dem Immobilienwert selbst nichts zu tun. Ein Investor, der einen regelmäßigen, auskömmlichen Cashflow aus den Mieten bekommt, oder ein Hauseigentümer, der seinen Kredit weiterhin gut bedienen kann, wird in dieser Marktphase die Immobilie nicht verkaufen. Daher können Transaktionen in dieser kurzen Marktphase keine Vergleichsgrundlage für eine aussagekräftige Marktwertermittlung sein.

Dies macht die Marktwertfindung derzeit noch schwieriger und führt in der Regel zu einer starken Überzeichnung einer negativen Wertentwicklung. Erst wenn der Immobilienmarkt wieder auf einem neuen Niveau in ein Gleichgewicht kommt, in dem Käufer und Verkäufer wieder zueinanderfinden, können Transaktionen zu Vergleichszwecken für die Marktwertermittlung herangezogen werden.

### Marktwertermittlung

In der kreditwirtschaftlichen Wertermittlung kommen zwei Wertansätze zum Einsatz, Markt- und Beleihungswert. Gemäß §16 PfandBG ist der Marktwert „... der geschätzte Betrag, für welchen ein Beleihungsobjekt am Bewertungsstichtag zwischen einem verkaufsbereiten Verkäufer und einem kaufbereiten Erwerber, nach angemessenem Vermarktungszeitraum, in einer Transaktion im gewöhnlichen Geschäftsverkehr verkauft werden könnte, wobei jede Partei mit Sachkenntnis, Umsicht und ohne Zwang handelt.“ Es existieren in nationalen und internationalen Verordnungen und Standards eine Vielzahl von Marktwertdefinitionen, die jedoch im Kern alle dieser Definition gleichen.

Zyklische Marktverwerfungen und Unsicherheiten durch neue Trends, wie wir sie aktuell beobachten, werden von sämtlichen Marktakteuren bei der individuellen Preisfindung für die einzelne Immobilie berücksichtigt. Genau in dem Ausmaß, wie der Markt diese berücksichtigt, müssen sie sich in einem Marktwert widerspiegeln. Wie oben ausgeführt, zeichnen sich unruhige Zeiten dadurch aus, dass eventuelle zukünftige Entwicklungen mit dem Risiko einer Wertreduzierung noch schwerer greif-

bar sind. Dieser Blick in die Zukunft – die Analyse zukünftiger Risiken für die der Finanzierung zugrundeliegenden Sicherheiten – ist im kreditwirtschaftlichen Kontext durch die Langfristigkeit der Finanzierung von größter Relevanz.

Daraus darf jedoch auf keinen Fall eine Notwendigkeit abgeleitet werden, sämtliche potenziellen Risiken, die im Laufe einer Finanzierung wertmindernd auftreten könnten, prophylaktisch im Marktwert abzubilden. Der stichtagsbezogene Marktwert muss qua Definition das aktuelle Marktgeschehen abbilden und darf somit derartige zukünftige Risiken nur in dem Umfang berücksichtigen, wie sie die Akteure im Immobilienmarkt heute einpreisen.

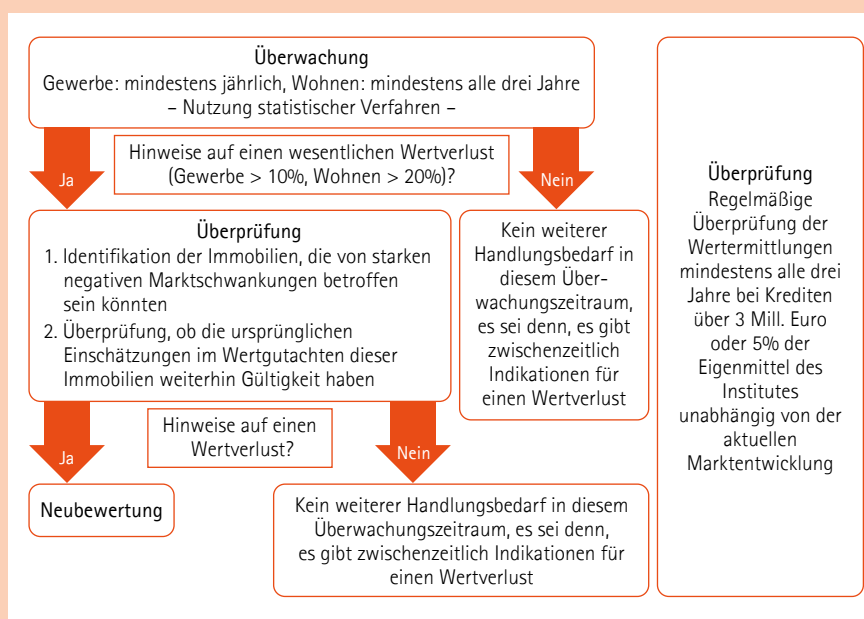
### Beleihungswertermittlung

Selbstverständlich bedarf es bankseitig einer intensiven Auseinandersetzung mit den immobilienpezifischen Risiken über die Kreditlaufzeit; sie ist gerade in unruhigen Zeiten wichtiger denn je. Dem Risikomanagement in den Kreditinstituten kommt hier eine bedeutende Rolle zu. Hervorzuheben ist jedoch, dass die bankinterne Risikomodellierung, Szenarioanalyse sowie die Ermittlung von Sicherheitenwerten von der unabhängig erstellten Marktwertermittlung ganz klar abzugrenzen sind. Nur so kann eine methodisch einheitliche, definitionsgemäße sowie transparente und nachvollziehbare Wertermittlung als Basis für weitere Prozesse in der Bank gewährleistet werden.

Beim Beleihungswert handelt es sich um einen nachhaltigen, langfristig angelegten Wert. Gemäß §16 PfandBG ist der Beleihungswert der Wert „...der sich im Rahmen einer vorsichtigen Bewertung der zukünftigen Veräußerbarkeit einer Immobilie und unter Berücksichtigung der langfristigen, nachhaltigen Merkmale des Objektes, der normalen regionalen Marktgegebenheiten sowie der derzeitigen und möglichen anderweitigen Nutzungen ergibt. Spekulative Elemente dürfen dabei nicht berücksichtigt werden.“ Anhand dieser Definition im Vergleich zum Marktwert wird deutlich, dass zukünftige Entwicklungen, auch wenn sie heute noch nicht am Markt so explizit erkennbar sind, im Wertansatz Berücksichtigung finden müssen. Die regulatorische Grundlage für die Beleihungswertermittlung in Deutschland, die Beleihungswertermittlungsverordnung (BelWertV), enthält umfassende Vorgaben, die eine konservative und nachhaltige Bewertung sicherstellen.

Grundsätzlich stellt damit das Konzept des Beleihungswertes, eines langfristig nachhaltigen Wertansatzes, ein adäquates Mittel dar, den an der Langfristigkeit der Finanzierung orientierten konservativen Wert einer Immobilie aufzuzeigen. Er hilft damit zum einen die zyklischen Spitzen im Markt abzufedern, und zum anderen verhindert er negative Übertreibungen in Marktphasen, in denen keine echten Transaktionen erfolgen. Er ist damit eigentlich der Immobilienwert, der antizyklisch wirkt und entsprechende „Wertvorsorge“ in Boomzeiten schafft, die dann in der schwierigen Marktphase helfen. Auch wenn aus Sicht des vdp

### Monitoringprozess gemäß Art. 208 (3) CRR



Quelle: A. Wünsche / J. Quentin



eine zu weitgehende Regulierung dazu geführt hat, dass sich der deutsche Beleihungswert nach BelWertV zum Teil vom Immobilienmarkt abgekoppelt hat und inzwischen zum Teil sogar prozyklisch wirkt, ist das grundsätzliche Konzept eines langfristig nachhaltigen Wertansatzes ein adäquates Risikosteuerungsinstrument, um Marktschwankungen aufzuzeigen.

Positiv hervorzuheben sind die Regelungen zur Gutachterqualität, die in der BelWertV enthalten sind. Diese sind sehr restriktiv und international beispielgebend für die Immobilienbewertung in der Finanzwirtschaft. Aufgrund dieser qualitativen Vorgaben hat sich eine geschlossene Initiative der Finanzinstitute in Deutschland gebildet. Die daraus gegründete HypZert GmbH überwacht seit über 25 Jahren die Qualität und die Weiterbildung jeder beziehungsweise jedes bei ihr zertifizierten Gutachters beziehungsweise Gutachterin, die beziehungsweise der Wertermittlungen für die Finanzwirtschaft durchführen will. Grundlage sind ausreichende Berufserfahrung im jeweiligen Segment, eine Überwachung der Weiterbildung und eine regelmäßige Prüfung der Gutachtenqualität sowie des Fachwissens. Auch dieses Gesamtkonzept zur Qualitätsüberwachung von Gutachterinnen und Gutachtern für finanzwirtschaftliche Zwecke kann als international beispielgebend bezeichnet werden.

### Monitoring von Immobilienwerten

Kontinuierlich ist in den vergangenen 15 Jahren die Wertüberwachung und -überprüfung in den Fokus der regulatorischen Anforderungen gerückt. Die zentrale Regelung ist Art. 208 (3) CRR. Weitere Vorgaben zur Wertüberprüfung enthält § 26 BelWertV, der jedoch durch seine Bezugnahme auf andere Regelungen in § 26 Abs. 2 Bel

WertV unmittelbar im Zusammenhang mit den Anforderungen der CRR behandelt werden sollte. In den Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk) sowie in den EBA-Leitlinien zur Kreditvergabe und Monitoring sind weitere Anforderungen an das Monitoring enthalten. In Deutschland werden die Anforderungen aus diesen Regularien in der Regel in einem dreistufigen Prozess aus Überwachung, Überprüfung und Neubewertung umgesetzt (Abbildung). Es wurde ein regulatorischer Rahmen geschaffen, der zur Etablierung umfassender und auf das konkrete Portfolio der Bank abgestimmte Überwachungs- und Prüfungsprozesse der Immobilienwerte manifestiert. Somit können Wertänderungen im Portfolio frühzeitig erkannt und entsprechende Vorkehrungen getroffen werden.

Zu unterscheiden ist beim Monitoring der Immobilienwerte der Wertverfall aufgrund eines Marktzyklus oder aufgrund der Immobilienqualität. In zyklischen Marktphasen ohne ausreichende Vergleichstransaktionen kommt der Immobilienqualität eine besondere Bedeutung zu. Während zyklische Wertänderungen in dieser Phase nur sehr ungenau zu bestimmen sind, wirkt sich zum Beispiel der Ausfall oder die Reduzierung von Cashflows bei Mietimmobilien auf den Marktwert sehr transparent aus.

Der Cashflow ist damit die bestimmende und stabilisierende Größe in dieser Marktlage. Umso besser die Qualität der Immobilie, umso stabiler der Cashflow, da hochwertige, den aktuellen Nutzeranforderungen entsprechende Immobilien auch bei einem Mietausfall sehr gute Chancen auf eine schnelle Neuvermietung haben. Auf die Mieteinnahmen wirken sich keine übertriebenen Spekulationen aus, wie dies in unsicheren Marktphasen bei den Renditen der Fall ist. Somit muss der Fokus des Monitorings und jeder Portfolioüberwa-

chung auf die Immobilienqualität und damit den Cashflow gelegt werden und nicht auf die spekulativen Renditeänderungen in einem intransparenten Investmentmarkt.

### Weiterentwicklung

Eine Neubewertung aufgrund spekulativer Renditeänderungen würde zu prozyklischen Auswirkungen im Immobilienmarkt führen. In Boomzeiten kann die Liquidität erheblich ausgedehnt werden, während in einem Markabschwung dies zu zunehmenden Restriktionen in der Finanzierung führt. Damit wird dem Immobilienmarkt in einer schwierigen Phase Liquidität entzogen, die eigentlich zur Stabilisierung dringend benötigt wird.

Markt- und Beleihungswert sind etablierte Bewertungsansätze. Beim Marktwert ist in der aktuellen Marktsituation darauf zu achten, dass aktuelle Preise, insbesondere Renditen, die gegebenenfalls unter Druck einzelner Marktakteure entstanden sind, mit Blick auf die Definition des Marktwertes kaum aussagekräftig sind. Ihre Berücksichtigung würde zu einer Überzeichnung der negativen Marktentwicklung führen. Die Qualität der Immobilie, insbesondere die Stabilität der Cashflows muss in solchen Marktphasen im Fokus stehen.

Der Beleihungswert, als langfristig nachhaltiger Wertansatz, ist aus der kreditwirtschaftlichen Perspektive der geeignete Ansatz, Marktüber- und -untertreibungen risikoorientiert berücksichtigen zu können. Es wäre wünschenswert, wenn die in Deutschland mit der BelWertV vorliegende Methodik der Beleihungswertermittlung dahingehend weiterentwickelt würde, marktnäher die spezifischen Eigenschaften der einzelnen Immobilie, insbesondere ihre individuellen Risiken, adäquat abbilden zu können. ■■■■