D 3921

11

1. November 2026
77. Jahrgang

Verlag Helmut Richardi
Frankfurt am Main

ISSN 1618-7741

IMMOBILIEN FINANZIERUNG

DER LANGFRISTIGE KREDIT

DIGITALER SONDERDRUCK

FACILITY UND PROPERTY MANAGEMENT

MARKT- UND OBJEKTBEWERTUNG

GROSSER STIMMUNGSBERICHT

IMMOBILIENBEWERTUNG IN PHASEN DER UNSICHERHEIT

DMITRY STUL

expo real

2026

Foto: AdobeStock/bcendet mit KI generiert

MARKT- UND OBJEKTBEWERTUNG

IMMOBILIENBEWERTUNG IN PHASEN DER UNSICHERHEIT

Im aktuellen Umfeld ist Unsicherheit zum Dauerzustand geworden. Doch rechtfertigt höhere Unsicherheit automatisch niedrigere Immobilienwerte? Der Autor widerspricht dieser verbreiteten Sichtweise. Er argumentiert in diesem Beitrag, dass weder Unsicherheit noch Verkaufsdruck eigenständige Wertparameter sind und deshalb nicht pauschal in Form von Risikoabschlägen berücksichtigt werden dürfen. Entscheidend sei vielmehr zu verstehen, über welche wirtschaftlichen Wirkungskanäle externe Belastungen tatsächlich auf die jeweilige Immobilie wirken. Gerade in Märkten mit wenig Transaktionsaktivität, zunehmenden Distress-Situationen und stark differenzierenden Asset-Qualitäten komme es auf eine sorgfältige Analyse, belastbare Marktevidenz und die transparente Herleitung von Annahmen an. Professionelle Immobilienbewertung, so seine Kernthese, bewertet nicht die Schlagzeilen, sondern ihre wirtschaftlichen Folgen für die Immobilie. Red.

Unsicherheit gehört zu Immobilieninvestitionen. Neu sind jedoch ihre Dauer und Gleichzeitigkeit multipler Unsicherheitsfaktoren. Geopolitische Konflikte, veränderte Finanzierungskonditionen, konjunkturelle Schwäche, steigende Bau- und Modernisierungskosten, verschärfte Regulatorik sowie strukturelle Veränderungen einzelner Nutzungsarten wirken heute parallel auf den Immobilienmarkt. Auf einen Belastungsfaktor folgt häufig bereits der nächste, bevor sich die Auswirkungen des vorherigen vollständig im Markt niedergeschlagen haben.

> **„Unsicherheit ist zwar wertrelevant, sie ist aber kein eigenständiger Wertparameter."**

Für Immobilienbewerter entsteht daraus eine besondere Herausforderung. Denn Unsicherheit ist zwar wertrelevant, sie ist aber kein eigenständiger Wertparameter. Ein höheres Maß an Unsicherheit rechtfertigt deshalb nicht automatisch einen pauschalen Risikoabschlag. Entscheidend ist vielmehr die Frage, über welche wirtschaftlichen Wirkungskanäle Unsicherheit eine konkrete Immobilie tatsächlich erreicht. Darin liegt derzeit eine der zentralen Aufgaben der Immobilienbewertung.

DER AUTOR

DMITRY STUL

Geschäftsführer, Avison Young Valuation Germany GmbH, Frankfurt am Main



Foto: Avison Young Valuation Germany

Unsicherheit ist kein Ausnahmezustand mehr

Die Entwicklung der vergangenen Jahre zeigt, wie sehr sich das wirtschaftliche Umfeld verändert hat. Während einzelne Unsicherheitsspitzen früher häufig auf konkrete Ereignisse zurückzuführen waren und anschließend wieder zurückgingen, treffen neue geopolitische und wirtschaftliche Schocks inzwischen auf ein bereits erhöhtes Ausgangsniveau.

Für den Immobilienmarkt bedeutet das jedoch nicht, dass sämtliche Immobilien gleichermaßen betroffen sind. Zwischen einem langfristig vermieteten Logistikobjekt, einem Bürogebäude mit kurzfristig auslaufenden Mietverträgen, einem modernisierungsbedürftigen Wohnungsbestand und einer Einzelhandelsimmobilie mit Repositionierungsbedarf bestehen erhebliche Unterschiede hinsichtlich Cashflow-Stabilität, Investitionsbedarf, Finanzierbarkeit und Marktliquidität.

Die entscheidende Frage lautet deshalb: Wie wirkt sich das unsichere Umfeld auf die konkrete Immobilie aus?

Steigende Finanzierungskosten können beispielsweise die Renditeanforderungen von Investoren verändern und damit auf die Preisbildung wirken. Eine schwächere Konjunktur kann die Flächennachfrage beeinflussen und Leerstands- oder Mietrisiken erhöhen. Steigende Baukosten verändern Capex-Annahmen und können Repositionierungen erschweren. Gleichzeitig kann ein reduziertes Neubauangebot bestehende Immobilien in bestimmten Teilmärkten langfristig sogar unterstützen.

Der gleiche makroökonomische Impuls kann deshalb je nach Objekt, Lage, Nutzung und Kapitalstruktur sehr unterschiedliche Auswirkungen haben.

Gleiche Methodik, ...

Ein unsicheres Marktumfeld verlangt keine neue Bewertungsmethodik oder Anpassung der Definitionen. Marktwert bleibt Marktwert. Was sich verändert, sind Umfang und Qualität der verfügbaren Marktevidenz.

In liquiden Märkten liefern zahlreiche Transaktionen vergleichbarer Immobilien relativ unmittelbar Hinweise auf das aktuelle Preisniveau. In weniger liquiden Marktphasen wird diese Evidenz dünner. Eigentümer verschieben Verkäufe, wenn ihre Preisvorstellungen nicht erreichbar sind. Käufer warten auf weitere Preisanpassungen. Die Zahl tatsächlich abgeschlossener Transaktionen sinkt und mit ihr sinkt die Zahl unmittelbar beobachtbarer Preisbelege. Das bedeutet allerdings nicht, dass keine Marktevidenz mehr vorhanden ist.

Neben abgeschlossenen Transaktionen gewinnen andere Informationsquellen an Bedeutung: laufende Verkaufsprozesse, Gebote, Finanzierungskonditionen, Vermietungsaktivitäten, Renditeanforderungen, Kapitalmarktdaten sowie objektspezifische Businesspläne. Entscheidend ist, diese Informationen entsprechend ihrer Aussagekraft zu gewichten und transparent darzustellen, auf welcher Evidenz eine Bewertung beruht.

Gerade in solchen Marktphasen soll die gestiegene Unsicherheit nicht zu weniger Methodik führen, sondern zu mehr Transparenz der getroffenen Annahmen und Ansätze.

Auch Sensitivitäts- und Szenarioanalysen können dabei helfen. Sie ersetzen die Marktwertermittlung nicht, zeigen aber, welche Auswirkungen plausible Veränderungen wesentlicher Annahmen – bei-

spielsweise bei Marktmieten, Leerstand, Capex oder Exit-Renditen – auf das Bewertungsergebnis haben.

Der Bewerter beseitigt Unsicherheit damit nicht. Seine Aufgabe besteht vielmehr darin, ihre Auswirkungen zu strukturieren, zu quantifizieren und nachvollziehbar zu machen.

… aber höhere Anforderungen an die Einordnung

Gerade wenn wenige Immobilien gehandelt werden, können einzelne Transaktionen besonders große Aufmerksamkeit erhalten. Ein Verkauf zu einem deutlich niedrigeren Preis wird schnell zum vermeintlichen Beleg für ein neues Marktniveau. Doch auch hier ist Differenzierung notwendig.

Aktuell gewinnt diese Frage insbesondere im Zusammenhang mit Non-Performing Loans, auslaufenden Refinanzierungen und Liquiditätsbedarf von Investmentvehikeln an Bedeutung. Die Diskussion über mögliche NPL-Bestände wird häufig unmittelbar mit weiterem Preisdruck am Immobilienmarkt verbunden. Für die Bewertung greift diese Schlussfolgerung zu kurz.

Ein Kredit kann notleidend werden, obwohl die zugrunde liegende Immobilie weiterhin einen stabilen Cashflow erzielt. Umgekehrt kann eine Immobilie erhebliche wirtschaftliche Probleme aufweisen, obwohl der Kredit bislang vertragsgemäß bedient wird. Ebenso ist ein Verkauf unter finanziellem Druck nicht automatisch ein Notverkauf.

Für den Bewerter sind deshalb andere Fragen entscheidend. Funktioniert die Immobilie? Ist ihre Kapitalstruktur tragfähig? Warum kommt sie gerade jetzt auf den Markt – und unter welchen Bedingungen wurde sie verkauft?

Verkaufsdruck ist nicht gleich Wertverlust

Für die Bewertung sind die wirtschaftliche Funktionsfähigkeit einer Immobilie und der Handlungsdruck des Eigentümers getrennt zu betrachten. Ein Fonds kann ein gut vermietetes Objekt wegen Mittelabflüssen verkaufen müssen, ein Bestandshalter aufgrund einer auslaufenden Finanzierung. In beiden Fällen muss die Immobilie selbst nicht wirtschaftlich belastet sein.

Abbildung: Vier grundsätzliche Konstellationen

	Kein akuter Handlungsdruck	Akuter Handlungsdruck
Funktionierendes Asset	**A** Stabilität ohne Preisbeweis	**B** Price Discovery
Belastetes Asset	**C** Option auf Repositionierung	**D** Liquidity Distress

Quelle: Avison Young Valuation Germany

Dabei lassen sich vier grundsätzliche Konstellationen unterscheiden (siehe Abbildung).

Eine wirtschaftlich funktionierende Immobilie ohne akuten Verkaufsdruck kann stabile Erträge erzielen, ohne dass ihr Wert durch aktuelle Transaktionen bestätigt wird. Gerät der Eigentümer eines solchen Objekts unter Handlungsdruck, kann ein geordneter Verkauf wichtige neue Preisbelege liefern. Anders verhält es sich bei einer wirtschaftlich belasteten Immobilie, deren Eigentümer noch ausreichend Zeit für eine Repositionierung hat. Hier bestimmen vor allem objektspezifische Risiken und die Tragfähigkeit des Businessplans den Wert.

Treffen schließlich wirtschaftliche Probleme der Immobilie und akuter Verkaufsdruck zusammen, können erhebliche Preisabschläge entstehen, deren Übertragbarkeit auf andere Objekte besonders kritisch zu prüfen ist. Die vier Konstellationen verdeutlichen, dass weder fehlender Verkaufsdruck automatisch Wertstabilität bedeutet noch ein Verkauf unter Druck zwangsläufig einen nicht marktgerechten Preis hervorbringt.

Wird ein solches Objekt ausreichend breit und geordnet vermarktet, kann der erzielte Preis einen wichtigen Marktbeleg liefern. Verkaufsdruck kann damit neue Preisniveaus sichtbar machen, die mangels Transaktionen bislang kaum überprüfbar waren. Umgekehrt ist ein unter Zeitdruck oder bei eingeschränkter Käuferansprache erzielter Preis hinsichtlich seiner Übertragbarkeit kritisch zu prüfen.

Entscheidend ist deshalb nicht allein, ob ein Verkäufer unter Druck stand, sondern ob und wie dieser Druck die Preisbildung beeinflusst hat. Ein Transaktionspreis darf weder pauschal als „Distressed Price" verworfen noch unkritisch auf andere Immobilien übertragen werden.

Zwischen Stabilisierung und fortbestehender Unsicherheit

Das ist auch deshalb relevant, weil der Immobilienmarkt inzwischen nicht mehr ausschließlich von Korrektur geprägt ist. In verschiedenen Teilmärkten sind Stabilisierungstendenzen erkennbar. Käufer und Verkäufer haben ihre Preisvorstellungen teilweise angenähert, Finanzierungen sind grundsätzlich wieder verfügbar und Investoren beschäftigen sich wieder aktiver mit Transaktionen.

„Es gibt nicht das eine neue Preisniveau."

Gleichzeitig verläuft diese Entwicklung keineswegs homogen. Lage, Nutzungsart, Gebäudequalität, ESG-Eigenschaften, Capex-Bedarf und Vermietungssituation führen zu einer zunehmenden Spreizung innerhalb der Assetklassen.

Damit verändert sich auch die Bedeutung des Begriffs „Markt". Es gibt nicht das eine neue Preisniveau für Büro, Wohnen, Logistik oder Einzelhandel. Selbst innerhalb eines Teilmarktes können sich die Wertentwicklungen zweier Immobilien deutlich unterscheiden.

Das spricht gegen pauschale Auf- oder Abschläge und für eine stärkere Auseinandersetzung mit den konkreten wirtschaftlichen Eigenschaften des Bewertungsobjekts.

Bewertung muss Unsicherheit nicht beseitigen

Die Marktakteure benötigen in diesem Umfeld belastbare Werte. Nicht weil eine Bewertung sämtliche zukünftigen Entwicklungen vorhersehen könnte, sondern weil sie die zum Bewertungsstichtag verfügbaren Marktinformationen strukturiert und in ein nachvollziehbares Werturteil übersetzt.

Das gilt auch für Transaktionen unter Handlungsdruck. Für ihre Einordnung muss der Bewerter verstehen, was tatsächlich distressed war: die Immobilie, ihre Kapitalstruktur, der Eigentümer, das Investmentvehikel oder der gesamte Businessplan? Wie breit wurde das Objekt vermarktet? Welche Nachfrage bestand? Welche Capex-, Vermietungs- und Finanzierungsrisiken mussten Käufer berücksichtigen?

Ein Verkauf unter Druck kann ein wichtiger Marktbeleg sein. Er ist aber nicht automatisch einer. Umgekehrt darf er nicht allein deshalb ignoriert werden, weil auf Verkäuferseite Handlungsdruck bestand. Genau diese Einordnung gehört zur Aufgabe professioneller Bewertung.

Das führt zurück zur Ausgangsthese: Unsicherheit ist kein pauschaler Wertabschlag. Sie erhöht vielmehr die Anforderungen an Analyse, Marktevidenz und Transparenz. Dasselbe gilt für Distress. Die Preisentwicklung besonders belasteter Immobilien oder einzelner Verkäufergruppen darf nicht ohne Weiteres auf den Gesamtmarkt übertragen werden. Ebenso wenig dürfen neue Preisbelege ausgeblendet werden, nur weil sie unter erhöhtem Handlungsdruck entstanden sind.

Die Aufgabe des Bewerters besteht daher nicht darin, Unsicherheit durch einen pauschalen Risikozuschlag scheinbar zu beseitigen. Sie besteht darin, zu verstehen, wo Risiken tatsächlich entstehen, wie sie Cashflows, Investitionsbedarf, Renditeanforderungen und Liquidität beeinflussen und welche Marktevidenz auf das konkrete Objekt übertragbar ist.

Oder anders formuliert: Wir bewerten keine Schlagzeilen – wir bewerten ihre wirtschaftlichen Folgen für die Immobilie.