

Frankfurt, 14.12.2020

Markteinschätzung /Stellungnahme

DVFA Kommission Immobilien sieht keine Einschränkungen bei Möglichkeiten zur Herleitung belastbarer Marktwerte – „Herausforderndes Marktumfeld“ für Immobilienwertermittlungen infolge von Covid-19

Die DVFA Kommission Immobilien kommt in ihrer Analyse der aktuellen Immobilienmarktlage in Deutschland zu dem Schluss, dass keine generellen Einschränkungen bestehen, um für Jahresabschlüsse belastbare Fair Values/Marktwerte herzuleiten. Investoren und Immobilienbewerter sollten auf bestimmte Aspekte im Bewertungsprozess verstärkt achten. Insbesondere im Umgang mit „Special Assumptions“ und „Disclaimern“ ist Vorsicht geboten.

Die vorliegende Stellungnahme bringt die Marktwahrnehmung der DVFA Kommission Immobilien zum Ausdruck und ordnet die aktuelle Diskussion zu Möglichkeiten und Grenzen der Grundstückswertermittlung im deutschen Immobilienmarkt vor dem Hintergrund der aktuellen Covid-19-Auswirkungen. Darüber hinaus werden Hinweise gegeben, um das Bewusstsein für Anforderungen an qualitativ hochwertige Bewertungsgutachten weiter zu fördern. Die folgenden Ausführungen sollen insbesondere Investoren Orientierung geben, was diese als Auftraggeber von Bewertungsgutachten vom Sachverständigen erwarten können (bzw. vice versa was dieser liefern kann).

Situation nicht mit Finanzkrise vergleichbar – Marktdaten ausreichend verfügbar

Was die Covid-19-Pandemie in der Realwirtschaft, in unseren Lebensumständen und dem Einkaufs- sowie Arbeitsverhalten aller Menschen verändert, ist noch nicht final abzuschätzen. Obschon die Verläufe der Pandemie und der Infektionszahlen sowie die damit korrespondierenden Lockdowns regional unterschiedlich sind, wirkt sich die Pandemie in der Breite aus – und bedingt dadurch auch starke Effekte, die sich in deutlichen Veränderungen der immobilienwirtschaftlichen Marktdaten manifestieren.¹

Im Vergleich zur globalen Finanzkrise ab dem Jahr 2007 unterscheiden sich die Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf die Immobilienwirtschaft signifikant. Die Kreditklemme 2008/2009 entzog den Immobilienmärkten in der Breite Liquidität und führte zu einem mehrmonatigen flächendeckenden Stillstand auf den Investmentmärkten. Grundstückswerte gerieten nutzungsartenübergreifend unter Druck. Die Marktbeobachtung im Jahresverlauf 2020 zeigt ein deutlich differenzierteres Bild: Getrieben durch niedrige Zinsen, den Mangel an Alternativenanlagen und die im internationalen Vergleich relativ gute Handhabung der Pandemie

¹ Vgl. bspw. Stellungnahme der DVFA Kommission Immobilien: „Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf den Immobilieninvestmentmarkt – 10 Thesen der DVFA Kommission Immobilien zu künftigen Wirkungsketten“, 04.2020.

in Deutschland ist Liquidität für Immobilieninvestments in Deutschland offenbar mehr als ausreichend vorhanden. Zwar notiert das Transaktionsvolumen im Jahresverlauf deutlich unter den Höchstständen des Vorjahres, dennoch sind Vergleichsdaten erfolgter Vermietungen sowie Verkäufe in großer Anzahl vorhanden und es besteht somit ein „aktiver“ Markt.

Auch die Resilienz der einzelnen Nutzungsarten ist – im Gegensatz zur Situation in der Finanzkrise – im aktuellen Marktumfeld vor allen Dingen aufgrund der eingeschränkten Nutzungsmöglichkeiten sehr unterschiedlich ausgeprägt. Im Kontext der beschriebenen Faktoren hat die Covid-19-Pandemie in Deutschland im Vergleich mit dem bis Februar 2020 währenden Aufschwung zu einer deutlichen „Heterogenisierung“ des Immobilienmarktes geführt, sowohl zwischen den, als auch innerhalb der Assetklassen. So weisen Wohn- oder Logistikimmobilien im Jahresverlauf eine konstant hohe Nachfrage und steigende Preise auf, während Hotel- und Freizeitimmobilien wegen Mietausfällen auf der Einnahmenseite und damit in der Investorengunst leiden. Innerhalb des Einzelhandelssegmentes ist die Nachfrage nach Fachmärkten (z.B. DIY) oder lebensmittelgeankerten Produkten ungebrochen hoch, hingegen werden Shopping-Center häufig kritischer beurteilt. Im Bürosegment weitet sich der Yield-Gap zwischen langfristig an bonitätsstarke Nutzer vermieteten Gebäuden und Produkten mit unter den ökonomischen Folgen der Covid-19-Pandemie leidenden Mieterbesatz deutlich aus. Insofern kann das Marktumfeld „als „heterogener“ im Vergleich zu Beginn des Jahres charakterisiert werden. Im Rahmen der Marktanalyse und des individuellen Wettbewerbsumfeldes der Bewertungsobjekte müssen diese Aspekte sorgfältig ausgeführt und diskutiert werden.

Nachhaltigkeit der Cashflows als zentraler Werttreiber

Die Nachhaltigkeit der Einzahlungen wird in jeder Marktphase vom Gutachter analysiert. Aktuell ist dieser Aspekt von herausragender Bedeutung. Infolge der unsicheren wirtschaftlichen Perspektive zahlreicher Nutzergruppen entwickelt sich eine Mieter- oder Cashflow-Krise. Entsprechend begegnen Investoren Immobilien mit erhöhter Prognoseunsicherheit auf der Einnahmenseite mit starker Zurückhaltung. Hingegen sind für Objekte, die Investoren ausreichend Sicherheit und Stabilität in Bezug auf die Cashflows bieten, eine ungebrochen hohe Nachfrage und teilweise im Jahresverlauf steigende Preise zu beobachten. Vor allem in Bezug auf den Ansatz von Mieten und anderen Einzahlungen müssen in der Wertermittlung etwaige strukturelle Veränderungen infolge der Covid-19-Pandemie auf das relevante Marktumfeld eines Grundstücks sowie etwaige Auswirkungen auf Mieteranforderungen oder Nutzerverhalten vor diesem Hintergrund umfangreich eruiert werden. Mieterträge sind zudem unter Berücksichtigung möglicher Mietausfälle und veränderter Wachstumsannahmen zu beurteilen. Dabei gilt es zwischen temporären Ausfällen und einem sich gegebenenfalls nachhaltig veränderndem Mietenniveau zu unterscheiden. Auch neue Mietvertragsgestaltungen, welche sich in der Zukunft etablieren, sind hierbei möglich. Die Kapitalisierung von prognostizierten Erträgen erfordert eine umfassende Berücksichtigung der durch die Covid-19-Pandemie bedingten Ausdifferenzierung nutzungsartensektoraler und regionaler Immobilienteilmärkte.

Gewöhnlicher Geschäftsverkehr und objektspezifische Beurteilung

Der Immobilieninvestmentmarkt in Deutschland unterliegt trotz Covid-19-Pandemie weiterhin objektiven Kriterien, wonach Grundstücke nach einem angemessenen Vermarktungszeitraum und marktüblichen Verkaufsmodalitäten im Rahmen des gewöhnlichen Geschäftsverkehrs transaktioniert werden. Dennoch legen die Beeinträchtigungen durch Covid-19 und die damit einhergehenden heterogenen Marktentwicklungen subjektive Verhaltensveränderungen in

den einzelnen Marktsegmenten offen. Wesentlich erscheint die Feststellung, dass einzelne Notverkäufe (bei denen der Abgeber unter Verkaufsdruck stand oder die marktüblichen Verwertungszeiträume nicht eingehalten wurden) kritisch hinterfragt werden müssen und im Regelfall nicht als Vergleichsdaten herangezogen werden dürfen. Die Immobilienbewertung ist auf valide, belastbare Marktdaten im Rahmen von Vergleichen angewiesen und es gilt, nur solche Daten in die Wertermittlung eingehen zu lassen, die repräsentativ für den gewöhnlichen Geschäftsverkehr i.S.d. § 194 BauGB sind.

Für Immobilienbewerter, die ihre Einschätzung der Wertansätze aus der Beobachtung des zum Bewertungsstichtag aktuellen Marktgeschehens ableiten müssen, ist damit in Abhängigkeit von der Lage, der Assetklasse und den spezifischen Eigenschaften eines Bewertungsgegenstandes eine grundstücksindividuelle Analyse und Würdigung der unterschiedlichen Einflussfaktoren geboten. Pauschale Wertabschläge mit Hinweis auf die aktuelle Krisensituation und der damit einhergehenden erhöhten Unsicherheit, das gedankliche Ausblenden der Pandemie durch reines Fortschreiben der historischen ex-ante-Marktdaten oder die Verwendung von „gefühlten Renditen“ sind nicht sachgerecht.

Erhöhte Marktrisiken aber *keine* „Significant valuation uncertainty“

Die Definition des Marktwertes nach § 194 BauGB – wie auch analog nach Red Book, IVS und EVS – verlangt ausgehend von der gewählten Formulierung eine umfangreiche Evaluierung von Chancen und Risiken des Bewertungsgegenstandes. Zudem sind ungewöhnliche oder persönliche Verhältnisse in der Sphäre von potenziellen Käufern oder Verkäufern sorgfältig vom „gewöhnlichen Geschäftsverkehr“ in ungewöhnlichen Zeiten zu unterscheiden. Aufgabe des Bewerter ist nicht nur die Berücksichtigung der individuellen Charakteristika eines jeden Bewertungsgrundstücks, sondern auch wertbeeinflussende Faktoren des gewöhnlichen Geschäftsverkehrs zu identifizieren, zu beschreiben und zu bewerten.

Dennoch kann im Regelfall und für die meisten Assetklassen ausgehend vom aktuellen Marktumfeld in Deutschland *keine* „Material valuation uncertainty“ (vgl. RICS VGPA 10) und *keine* „Significant valuation uncertainty“ (IVS) festgestellt werden. Damit ist die Feststellung von Marktwerten im Regelfall ohne ihre Aussagekraft einschränkende Formulierungen des Gutachters möglich (gem. IVS 103 „Reporting“ somit i.d.R. keine Offenlegung i.S.v. „disclose a number of matters, including any significant uncertainty or limiting conditions that directly affect the valuation“ notwendig).

Wichtig ist das Verständnis, dass ein erhöhtes Marktrisiko nicht zwingend zu „Valuation uncertainty“ führt oder gar damit gleichzusetzen ist. Während „Valuation uncertainty“ eine reduzierte Belastbarkeit des Ergebnisses der Bewertung aufgrund z.B. gänzlich fehlender Marktdaten oder eines vollständigen abrupten Marktstillstands voraussetzt, sind Marktrisiken im Regelfall über entsprechende quantitative Daten verarbeitbar. In der Immobilienbewertung sind diese verfügbaren Marktdaten/Marktumstände sowie deren Dynamik als Grundlage für Cashflow-Prognosen ausreichend zu diskutieren und schließlich einzupreisen.

In Märkten, bei denen die Marktrisiken zunehmen, sind selbstverständlich auch die Schlussfolgerungen des Gutachters über die aktuellen Wertverhältnisse auf dem Grundstücksmarkt mit einer erhöhten Unsicherheit behaftet. Damit sind nach herrschender Lehre immer auch Unschärfen mit einer lege artis erstellten Liegenschaftsbewertung verbunden, da jedes Bewertungsverfahren Schätzungenauigkeiten aufweist und der Gutachter individuelle Beurteilungen der Sachlage vornehmen muss.² Die DVFA Kommission

² Vgl. bspw. Kleiber 2020, S. 491 / vgl. auch BGH Beschl. v. 21.01.2014, XI ZB 12/12.

Immobilien unterstützt vollumfänglich die Empfehlungen der RICS sowie IVS zum Umgang mit erhöhten Bewertungsrisiken sowie zur Ableitung von Werten und Aufbereitung von Gutachten im aktuellen Marktumfeld.³

Erwartungshaltung des Auftraggebers einer Bewertung

Die Immobilienbewertung umfasst die Abbildung der Gegenwart und Vorstellung der Zukunft. Auf Grund der unterschiedlichen Auswirkungen der Covid-19 Pandemie auf die einzelnen Immobilienteilmärkte und Wertentwicklungen erhält die Grundstückswertermittlung zunehmende Bedeutung. Es ist nicht angebracht, die Auswirkungen der Pandemie über Ausschlussklauseln („Disclaimer“) bei der Bewertung auszublenden oder die Aussagekraft der Marktwertermittlung mit „Special Assumptions“ dahingehend zu schmälern. Trotz schwierigen wirtschaftlichen Umfelds und Rezession sind die Immobilienmärkte in Deutschland über das Jahr 2020 aktiv. Der Immobilienbewertung obliegt bei der Bepreisung etwaiger Covid-19-Auswirkungen auf das Bewertungsobjekt umso mehr die Aufgabe einer detaillierten Auseinandersetzung mit den Spezifika desselben sowie der Beurteilung von grundstücksindividuellen Chancen und Risiken im Lichte der Pandemie und darüber hinaus. Pauschalabschläge sind unzulässig, vielmehr sind die heterogenen Marktdaten einzuordnen, die daraus abgeleiteten Bewertungsparameter gleichermaßen transparent darzustellen und fundiert zu begründen.

Für die DVFA Kommission Immobilien

Prof. Dr. Sven Bienert MRICS REV
Leiter der DVFA Kommission Immobilien
Professor am IRE|BS Institut für Immobilienwirtschaft, Universität Regensburg

Redaktion:

Brigitte Adam FRICS, Geschäftsführende Gesellschafterin ENA Experts GmbH & Co KG
Wolfram Bartuschka, Partner, PwC
Patrick Hanßmann, Head of Fundsupport, Union Investment Real Estate
Dirk Kadel MRICS, Partner, PwC
Ralf Kemper, MRICS, Head of Valuation & Transaction Advisory, JLL
Thorsten Schnieders, Partner Advisory Deals, PwC

Eine vollständige Liste der DVFA Kommissionsmitglieder ist auf der Homepage des DVFA:

<https://www.dvfa.de/der-berufsverband/kommissionen/immobilien.html>

³ Hier sind insbesondere folgende Quellen gemeint: RICS, „Impact of COVID-19 on valuation - Supplement to the RICS Practice Alert Global information for RICS-regulated members“, 14 September 2020 // RICS, „RICS Valuation Professional Group: RICS Valuation – Global Standards 2020“ - VPGA 10, November 2019 // IVSC - technical standards boards, „Dealing with valuation uncertainty at times of market unrest“, March 2020

DVFA Kommission Immobilien: Unter Leitung von Professor Dr. Sven Bienert MRICS REV befasst sich ein Kreis von fast 40 renommierten Experten und Führungskräften in der DVFA Kommission Immobilien mit Investmentthemen rund um den Immobilienbereich.

Weitere Informationen und Veröffentlichungen unter:

<https://www.dvfa.de/der-berufsverband/kommissionen/immobilien.html>

DVFA e.V.: Die Standesorganisation der Investment Professionals in den deutschen Finanz- und Kapitalmärkten mit mehr als 1.400 persönlichen Mitgliedern. Der Verband engagiert sich für die Professionalisierung des Investment-Berufsstandes, erarbeitet Standards und fördert den Nachwuchs im Finanzbereich. Über verschiedene Gremien beteiligt sich der Berufsverband an Regulierungsprozessen und politischen Diskussionen.

Über EFFAS, den Dachverband der European Analysts Societies, bietet DVFA Zugang zu einem europaweiten Netzwerk mit mehr als 17.000 Investment Professionals in 26 Nationen. Über ACIIA, die Association of Certified International Investment Analysts, ist DVFA Teil eines weltweiten Netzwerks von mehr als 100.000 Investment Professionals.

DVFA ist Mitglied im ICGN - International Corporate Governance Network, einem weltweiten Netzwerk von Asset Managern.

IRE|BS International Real Estate Business School: Die IRE|BS International Real Estate Business School ist Teil der Fakultät für Wirtschaftswissenschaften der Universität Regensburg und umfasst das IRE|BS Institut für Immobilienwirtschaft und die IRE|BS Immobilienakademie. Das IRE|BS Institut für Immobilienwirtschaft besteht aus den Lehrstühlen Immobilienwirtschaft, Immobilienmanagement, Immobilienfinanzierung, Immobilienökonomie, Regionalökonomie, Immobilienrecht (Öffentliches Recht), Öffentliches Recht (Bauordnungsrecht und Bauplanungsrecht), Immobilienrecht (Immobilien-Privatrecht), Nachhaltigkeit sowie zehn weiteren Honorar- und Gastprofessuren.

Kontakt:

DVFA e.V.

Der Verband der Investment Professionals

Mainzer Landstr.47a

60329 Frankfurt am Main

T: +49 (0) 69 / 50 00 42 30 - 155

E: mirka.kucerova@dvfa.org