

Subprime Krise und Bewertung

Plädoyer für erweiterte Bewertungen

Mathilde Th. Stanglmayr,
Berlin

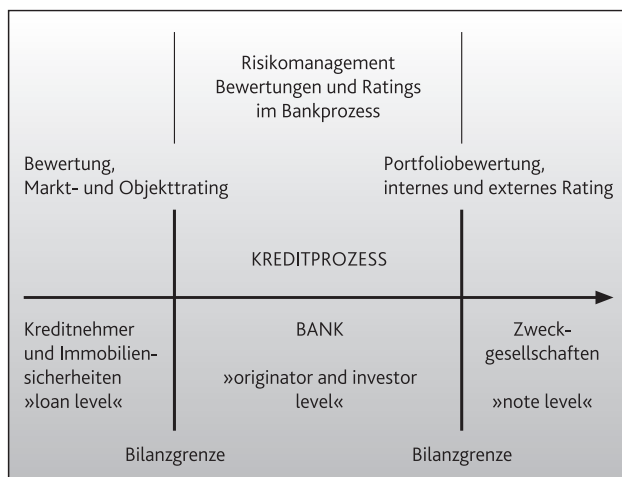
»Probleme kann man niemals mit derselben Denkweise lösen, mit der sie entstanden sind.« – Mit diesen Worten von Albert Einstein kann die derzeitige Zwickmühle an den internationalen Kapitalmärkten zutreffend beschrieben werden. Zudem weisen sie auch einen Weg, auf dem Lösungsmöglichkeiten gefunden werden können. Das Problem sind nicht funktionierende Wertpapiermärkte für verbriefte Kreditforderungen und Unsicherheiten über ihre Werthaltigkeit. In der Bewertung von Immobiliensicherheiten ist das Phänomen nicht funktionierender Marktmechanismen an Teilmärkten seit 1985 bekannt. Zyklisch orientierte Denkweisen verhindern jedoch die zutreffende methodische Abbildung. Dieser Beitrag diskutiert die Denkweisen und lenkt die Aufmerksamkeit auf die Bewertung im wirtschaftlichen Zusammenhang der Teilmärkte, damit weitere Schäden so weit wie möglich vermieden werden können.

1 Nicht funktionierende Märkte

Die zentralen Themen der Subprime Krise sind Bewertungsthemen:

- Wird die Krise der Finanzmärkte auf die reale Sphäre übergreifen?
- Sollte mit der Bilanzierung zum Zeitwert (»fair value accounting«) eine geraume Zeit ausgesetzt werden?
- Müssen die Bewertungsregeln neu gestaltet werden?

Diese drei Bewertungsfragen betreffen drei Ebenen der Verbriefung: die Wertpapiermärkte, die Finanzinstitute, die Schuldner und die Immobiliensicherheiten.



Zeichnung 1: Bewertungen und Ratings im Kreditprozess

Banken können Forderungen an Zweckgesellschaften verkaufen, in Ratingklassen strukturieren und durch Emission von ABS-Wertpapieren (»asset backed securities«) refinanzieren. Der Prozess, den die Darlehensforderungen dabei durchlaufen, wird begleitet von Bewertungen und Ratings. Wesentlicher Ausdruck der Subprime Krise ist, dass die Märkte für ABS-Wertpapiere nicht mehr funktionieren. Subprime-Papiere werden kaum noch gehandelt.¹ Die Bewertung zum Zeitwert (»fair value accounting«) muss ersatzweise aus Indikatoren und Modellen abgeleitet werden, weil es keine Marktpreise gibt.

Nicht funktionierende Märkte führen bei Originatoren und Investoren von ABS-Wertpapieren zu dramatischen Folgen: Liquiditätsversprechen müssen eingehalten werden, Forderungsportfolien müssen in die eigenen Bücher genommen werden und Verlustrisiken sind entstanden, die schwer zu bewerten sind. Die hohe Unsicherheit über die Werthaltigkeit von Forderungsportfolien, die mit Immobilien besichert sind, führt zu einer schweren Vertrauenskrise. Der Interbanken – Geldmarkt funktioniert nicht, und institutionelle Anleger werden vom Misstrauen angesteckt. »Hätten die Zentralbanken nicht massiv interveniert, wären die Liquiditätsengpässe nicht zu bewältigen gewesen.«²

Diese Entwicklung hat Folgen für die Bewertung auf der Ebene der Immobiliensicherheiten (»collateral level«). Die Bepreisung von Risiken und Schäden wird sich ändern.³ Die

¹ Sanio, Die Zeit Nr. 16, 10. 4. 2008, S. 32.

² Sanio, Giftmüll im internationalen Finanzsystem – Abfuhr tut not, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 2008, 15.

³ Bankenaufsicht dämpft Sorge um Einlagen, Interview mit Franz-Christoph Zeitler, Vizepräsident der Deutschen Bundesbank, Financial Times online, 6. 3. 2008.

Risikokultur soll verbessert werden, es soll transparent gemacht werden, welche Risiken und Schäden den verbrieften Krediten zugrunde liegen. Eine ergiebige Grundlage für eine erweiterte Methode zur besseren Bepreisung sind Immobiliensicherheiten mit dauerhaften Ertragsausfällen.⁴ Dauerhafte Ertragsausfälle entstehen im wirtschaftlichen Zusammenhang von Teilmärkten, deren Struktur ein langer Prozess so verändert hat, dass die Erträge nicht mehr steigen oder mit dem Konjunkturzyklus schwanken. In der realen Sphäre dieser Teilmärkte sind die Schwierigkeiten entstanden, dort sind auch die Antworten auf die Fragen zu finden, die derzeit im Rahmen der Subprime Krise gestellt werden.

Dieser Beitrag beschreibt die häufigsten Schadensursachen für dauerhafte Diskrepanzen zwischen Reinertrag und Kapitaldienst bei deutschen Immobilienfinanzierungen und eine neue Prüfmethode, die Erkennen und Abbilden ermöglicht. Insofern ist der Beitrag ein Plädoyer für erweiterte Bewertungen und eine Aufwertung der Gutachterarbeit, in einer Zeit, in der Beleihungswertermittlungen verkürzt werden und im Zuge von Basel II im gesamten Bankprozess Ratings eingesetzt werden. Er dient der Vermeidung von Schäden.

2 Denkweisen, Theorien und Übereinkünfte

Bewertungen beruhen auf Bildern von der Wirklichkeit, die gemacht werden, um komplexe Zusammenhänge der Wirklichkeit in den Bewertungen abzubilden. Diese Bilder werden beeinflusst von Denkweisen, Theorien und Übereinkünften, die auch in den normativen Rahmen für Bewertungen einfließen. Selbst wenn diese Bilder für einen langen Zeitraum ihre Gültigkeit haben, müssen sie doch verändert werden, wenn sich die Wirklichkeit deutlich und umfassend geändert hat. Denkweisen und Beleihungswertermittlung hinken hinter der Wirklichkeit her, sagten mehrere Teilnehmer der Umfrage 2007⁵ »Strukturelle Entwicklung und ihr Einfluss auf die Wertermittlung von Immobilien«.

Wirklichkeit der wirtschaftlichen Zusammenhänge	Bild der Wirklichkeit »Denkweisen, Theorien, Übereinkünfte«	Abbildung in der Bewertung
<ul style="list-style-type: none"> • vernetzte Variablen der Nachfrage • teilweise ohne Reaktion auf Verbesserungen des Angebots, z. B. Mietpreis • nicht oder nicht mehr funktionierende Märkte 	<ul style="list-style-type: none"> • elastische Nachfrage, allenfalls konjunkturelle Schwankungen • Angebotsverbesserungen beeinflussen Nachfrage • funktionierende Märkte 	<ul style="list-style-type: none"> • Methodische Anpassungen im Bewertungsverfahren • Ratingurteile aufgrund Vergleich und subjektiver Einschätzung der Wirkung aggregierter Variablen

Zeichnung 2: Wirklichkeit und Abbildung der Wirklichkeit

Eine Denkweise, die verhindert, die Wirklichkeit abzubilden, ist: Immobilienerträge steigen immer, spätestens beim nächsten oder übernächsten Konjunkturaufschwung⁶. Mietpreissenkungen ohne Nachfrage zu wecken, lange Verwertungszeiten, höhere Abschläge als erwartet, erfolglose Zwangsversteigerungen oder Flächenüberhänge, die nicht abgebaut werden können, sind Anzeichen dafür, dass diese Denkweise nicht mehr generell zutrifft. Die beobachteten Entwicklungen treten nicht nur in den neuen Bundesländern auf und nicht nur im

Wohnungsbau, sondern in allen Regionen und allen Nutzungsarten. Das bestätigen die Umfrage 2007 und die Chronologien von Immobiliensicherheiten Not leidender Immobilienfinanzierungen (»Non performing loans«).

Die Theorie hinter der Denkweise ist die Theorie vollkommener Märkte. Die Wirklichkeit der beobachteten Teilmärkte zeigt, dass sie in einem zunehmenden Maße in der Praxis nicht anwendbar ist. Seit mehr als 30 Jahren sind Veränderungsprozesse im wirtschaftlichen Zusammenhang der Teilmärkte wirksam, die immer mehr Immobilien mit dauerhaften Ertragsausfällen generieren. Mietpreissenkungen und Angebotsverbesserungen wie Revitalisierung, Sanierung oder Modernisierung, lassen den Mietertrag in diesen Fällen allenfalls stagnieren, aber nicht mehr steigen, und nach einem längeren Zeitraum kann die Stagnation in ein Sinken der Erträge übergehen. Dieser Prozess wird von den Teilnehmern der Umfrage 2007 gesehen und beschrieben.⁷

In der Beleihungswertermittlung gibt es Übereinkünfte, die der Abbildung der Folgen dieser Prozesse entgegen stehen. Die drei häufigsten Übereinkünfte, die in der Umfrage 2007 genannt werden, sind:

Strukturellen Leerstand gibt es, der ist aber nicht nachweisbar, nicht prognostizierbar.

Bei strukturellem Leerstand bewerten wir mit Umnutzung, Umwidmung oder Sanierung, auf der Grundlage der Marktmiete für die jeweilige Nutzung.

Bei strukturellem Leerstand haben wir die Vereinbarung eine under-rent-Periode von 3 oder 5 Jahren anzunehmen, und dann mit Vollvermietung zu rechnen, weil wir uns nicht vorstellen können, dass es danach keine konjunkturelle Erholung gibt.

Die Denkweisen, Theorien und Übereinkünfte führen dazu, dass selbst nach Einführung von PfandbriefG und BelWertV 2006 mehr dauerhafte Diskrepanzen zwischen Reinertrag und Kapitaldienst⁸ im Bankprozess verarbeitet werden müssen, als notwendig. Sie wirken wie Hindernisse dagegen, die neueren Ergebnisse über die Kennzeichen und die Verbreitung dauerhafter Ertragsausfälle in die Bewertung einzubeziehen. Zu den neueren Ergebnissen gehören über den Begriffsinhalt »struktureller Leerstand« hinausgehende Definitionen, die Nachfragefaktoren gleichberechtigt und im Zusammenwirken mit Angebotsfaktoren sehen.

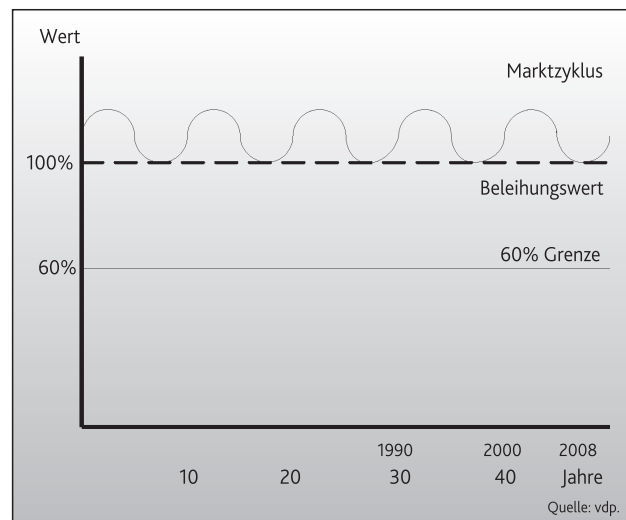
4 Der Begriff dauerhafte Ertragsausfälle geht inhaltlich über den üblichen Begriff struktureller Leerstand hinaus, er enthält den dauerhaften Charakter, er umfasst Leerstand und geringere Mieten, sowie die Möglichkeit stagnierender und abnehmender Ertragsverläufe.

5 Stanglmayr, Strukturelle Entwicklung und ihr Einfluss auf die Wertermittlung von Immobilien, Ergebnisse einer Umfrage bei 100 Immobiliengutachterinnen und Immobiliengutachtern in zehn Regionen im Juli – August 2007, Berlin 2007.

6 Zu kollektivem Irrtum und Denkweisen über konjunkturelle Schwankungen in Bezug auf die Beleihungswertermittlung s. Kleiber, Zur neuen Beleihungswertermittlung, GuG 2006, 70.

7 Frage 2: Gehen Sie bei den Immobilien mit dauerhaften Ertragsausfällen von einem Ausgleich in der Zukunft aus? In: Umfrage 2007, a. a. O., S. 8.

8 Im folgenden Text verkürzt als »Diskrepanzen«.



Zeichnung 3: Zyklische Denkweise

3 Definitionen aus Praxis und Literatur

Die Teilnehmerinnen und Teilnehmer der Umfrage 2007 haben eigene Begriffe von dauerhaften Ertragsausfällen angegeben.⁹

- »da kommt die Konjunktur nicht an«
- »den dauerhaft verfestigten Leerstand nenne ich strukturell«
- »auf Dauer nicht vermietbar, trotz Investitionen und Vermietungsanstrengungen«
- »man sieht es an der Bevölkerungsentwicklung, an der Abwanderung, vorher zieht das Gewerbe ab, Industrie gibt es nicht mehr«
- »veränderte Strukturen, auch in Westdeutschland, abgebildet in den Immobilien«
- »da kippt etwas, konjunkturell kann in strukturell übergehen«

Sie verwenden im Vergleich zur Literatur über strukturellen Leerstand erweiterte Definitionen, die die wirtschaftlichen Zusammenhänge an den Standorten einbeziehen. Das Standardwerk für Verkehrswertermittlungen¹⁰ enthält ausführliche Beschreibungen zur Typologie des Leerstands, unterschieden in vorübergehenden und dauerhaften Leerstand, eine methodische Diskussion zur Berücksichtigung der Typen von Leerstand und der Betriebskosten bei Leerstand sowie ein Prüfraster für Wohnraumleerstand.

Die bisherige Definition von »struktureller Leerstand«¹¹ ist eingeordnet in die Erscheinungsformen von Leerstand:

- nutzungstypischer Leerstand (»frictional vacancy due to property type«)
- Leerstand bei Erstvermietung (»initial vacancy«)
- Leerstand zwischen Auslaufen und Neuabschluss von Mietverträgen (»frictional vacancy due to change of major tenants«)
- funktionaler oder altersbedingter Leerstand (»vacancy due to functional change or obsolescence«)

- konjunkturell bedingter Leerstand (»vacancy due to cyclical change«)
- strukturell bedingter Leerstand (»vacancy due to structural change«)

Für alle Ertragsverläufe, die nicht ansteigen oder nicht mit dem Konjunkturzyklus schwanken, ist es derzeit üblich, zu sagen: das ist strukturell. In Übereinstimmung mit zahlreichen Wissenschaftsdisziplinen bedeutet strukturelle Veränderung, dass in einem Wirkungsgefüge eine andere Struktur, ein anderes Muster (»pattern«), entstanden ist. Die in der Wirklichkeit beobachteten Ertragsverläufe von Immobilien belegen, dass steigend oder zyklisch nur Bezeichnungen für zwei Muster von vielen sind, die die Ertragsverläufe von Immobilien im Gefüge des wirtschaftlichen Zusammenhangs annehmen können.

Die Definitionen der Praxis und der Literatur geben zu wenige Hinweise darauf, wie man dauerhafte Ertragsausfälle zutreffend erkennen und abbilden kann. Deshalb soll in den beiden folgenden Abschnitten über die allgemeinen Kennzeichen von Immobiliensicherheiten mit dauerhaften Ertragsausfällen berichtet werden (s. Abschnitt 4) und eine Prüfmethode vorgestellt werden, die es ermöglicht, festzustellen, ob die Ertragsausfälle zunehmen oder dauerhaft abnehmen werden (s. Abschnitt 5). Die Schadenshäufigkeit und die Schadenshöhe kann durch den zusätzlichen Prüfungsschritt bei Kreditzusage gesenkt werden, weil der wirtschaftliche Zusammenhang die strukturelle Veränderung frühzeitiger und klarer anzeigt als die Mietentwicklung oder der fehlende Verkaufserfolg der Immobiliensicherheiten. Ratings sind dazu nicht geeignet, weil ihre Grundannahmen das strukturell veränderte Umfeld nicht zutreffend abbilden. Dem Nachweis dieses Ergebnisses sollte ein eigener Beitrag gewidmet werden, er sprengt den Rahmen dieses Beitrags.

4 Kennzeichen aus Schadensfällen

Die Chronologien von Immobiliensicherheiten mit dauerhaften Ertragsausfällen zeigen mindestens sieben wesentliche Kennzeichen:

4.1 Die Auswirkungen auf den Ertrag entstehen nicht plötzlich. Sie sind das Ergebnis eines Entwicklungsprozesses der vielfältigen Faktoren im wirtschaftlichen Zusammenhang, in den die Ertragsentwicklung der Immobilie eingebettet ist (Stichwort Prozess).

4.2 Die üblichen Annahmen zu Ertragssteigerungen, wie z.B. die Annahme, die Inflationsentwicklung der Vergangen-

⁹ Die Definitionen der Praktiker wurden für das Ergebnis der Umfrage 2007 gruppiert, sie sind vollständig enthalten in der Umfrage 2007, a. a. O., S. 9.

¹⁰ Kleiber/Simon, Verkehrswertermittlung von Grundstücken, Köln 2007, S. 1475 ff.

¹¹ Die Erscheinungsformen sind eine ergänzte Darstellung aus den beiden Quellen: Brühl/Jandura, Berücksichtigung des Leerstands in der Immobilienbewertung, Immobilien & Finanzierung 2005, 484; IPD – Investment Property Databank, Valuation Guidelines: IPD Index, 2004, S. 5.

heit kann fortgeschrieben werden, führen zu nicht zutreffenden Ergebnissen (Stichwort Extrapolation).

4.3 Am Stichtag war es völlig unwahrscheinlich, dass Ertragsausfälle, die im Zusammenspiel von ökonomischen und sozioökonomischen Faktoren in einem langen Prozess entstanden sind, in 3 oder 5 Jahren ausgeglichen werden. (Stichwort Zukunft).

4.4 Die Faktoren treten nicht einzeln auf, es sind immer mehrere Faktoren des wirtschaftlichen Zusammenhangs, die den Ertragsverlauf der Immobilie verändern. Die Wirkungsweise der Faktoren kann nicht linear abgebildet werden, sondern nur als Wirkungsgefüge (Stichwort Wirkungsgefüge).

4.5 An einigen Standorten ist wahrnehmbar, dass die Wirkungsweise der miteinander vernetzten Faktoren dynamischen Charakter hat. Die Faktoren verstärken sich gegenseitig, sodass in diesen Fällen für die Zukunft von einer beschleunigten Abnahme des Ertrags auszugehen ist (Stichwort Dynamik).

4.6 Die Selbstregulierungskraft des Preismechanismus ist blockiert oder sogar vollständig außer Kraft gesetzt. Strukturpolitische Maßnahmen sind nicht geplant, nicht finanzierbar oder nicht ausreichend. Die Teilmärkte sind gekippt¹² (Stichwort Marktmechanismus).

4.7 Das Bewertungsergebnis einer Bewertung, die dauerhafte Ertragsausfälle abbildet, kommt zu stabileren Ergebnissen, als eine Bewertung, die sie nicht einbezieht. Eine Bewertung, die dauerhafte Ertragsausfälle nicht abbildet, obwohl sie im wirtschaftlichen Zusammenhang generiert werden, hat spekulativen Charakter (Stichwort Spekulation).

Diese Kennzeichen bilden die Grundlage für die Entwicklung einer Prüfmethode, die ermöglicht, zu unterscheiden, ob der wirtschaftliche Zusammenhang des Teilmarktes steigende oder dauerhaft abnehmende Erträge generiert.

5 Prüfmethode und Beispiel

Wie können Strukturveränderungen im wirtschaftlichen Zusammenhang erkannt und nachvollziehbar dargestellt werden? Ein Foto der Situation am Stichtag zeigt die Entstehung und Dynamik von wirtschaftlichen Zusammenhängen nicht. Dafür ist ein Film der relevanten Prozesse besser geeignet. Die Prüfmethode dient dem Verstehen der dominanten Faktoren dieser Prozesse, ihres jeweiligen Zusammenwirkens und ihres Wirkungsgefüges. Das Ergebnis fließt in die Ausgestaltung der Bewertungsmethode ein und kann als Dokumentation beigelegt werden. Im Beispiel (s. Abschnitt 5.2) sind die Darstellungsformen genannt.

5.1 Drei Schritte

Wenn sich der wirtschaftliche Zusammenhang im Ertragsverlauf der Immobilien spiegelt, und wenn eine strukturelle Veränderung zuerst im wirtschaftlichen Zusammenhang erkennbar ist, dann muss eine Prüfmethode, die beantworten will, ob dauerhaft abnehmende Ertragsausfälle generiert werden, bei diesem wirtschaftlichen Zusammenhang ansetzen.

Schritt A: Systemmodell

Welche Faktoren bestimmen den Ertragsverlauf?

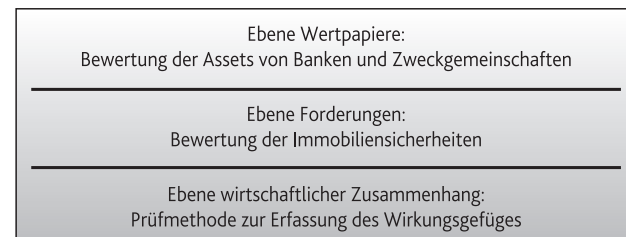
Schritt B: Systembeziehungen

Welche Beziehungen haben die Faktoren?

Schritt C: Systemstruktur

Welches Muster des Ertragsverlaufs ist wahrscheinlich, wird es dauerhaft sein?

Die Anwendung dieser Prüfmethode geht nicht von der Vorstellung aus, dass die Immobilienerträge steigen oder in einem der nächsten Konjunkturzyklen ausgeglichen werden. Das kann sein, muss aber nicht sein. Die Denkweise bei diesem Vorgehen ist offen für jedes Muster des Ertragsverlaufs. Es wäre auch ineffizient die Fragen vorzugeben, weil sie je nach Standort und Nutzungsart unterschiedlich sind. Effizient ist ein heuristisches Vorgehen, die Nutzung aller Möglichkeiten, um das Zusammenwirken der Faktoren, die den Ertrag wesentlich bestimmen, herauszufinden. Wichtige Grundlagen dieses Vorgehens sind die Bereitschaft und die Fähigkeit in Zusammenhängen zu denken, sowie das Wissen um die Bedeutung wirtschaftlicher Zusammenhänge für die Ertragsentwicklung von Immobilien, gegliedert nach Nutzungsarten. Die wichtigste Quelle dafür sind die Chronologien von Immobiliensicherheiten mit stagnierenden Erträgen, mit abnehmenden Erträgen oder mit Ertragsausfällen seit der Fertigstellung.



Zeichnung 4: Einordnung der Prüfmethode

5.2 Ein Beispiel

Als einfaches Beispiel dienen die Entwicklungen der Immoblienteilmärkte in einer westdeutschen Stadt und ihre enge Verbindung zum Prozess, der den gesamten wirtschaftlichen Zusammenhang erfasst. 1990 schließt der mit Abstand größte Produktionsbetrieb und in den folgenden zehn Jahren auch mittelständische Zulieferer und Dienstleistungsunternehmen. Die anschließende Projektentwicklung des Geländes – für eine Nutzung durch Dienstleistungsunternehmen ab 1995 – ist nur für ein Drittel der Flächen erfolgreich. Mit einigen

¹² Zahlreiche Teilnehmer der Umfrage verwenden diesen Begriff für Teilmärkte, deren Wirkungsgefüge sich dauerhaft verändert hat. Umfrage 2007, a. a. O., S. 9.

Jahren Verzögerung entstehen im Geschosswohnungsbau der städtischen Wohnungsbaugesellschaften Leerstände. Die Abwanderung nimmt so stark zu, dass Gebäude abgerissen werden müssen. Auf den frei werdenden Wohnbauflächen beginnen ab 1999 ortsansässige Bauträger Wohneigentumsanlagen und Einfamilienhäuser zu bauen. Nur die ersten beiden Bauabschnitte können an private Haushalte verkauft bzw. vermietet werden. Zusätzlich zu den vorhandenen Supermärkten werden nach 2003 trotz sinkender Einkommen noch weitere Supermärkte gebaut. Die Verkaufsflächen werden verdoppelt, im Einzelhandel herrscht Verdrängungswettbewerb. 2005 ziehen die Hauptmieter des Produktionsgeländes in die Randlage der nahen Großstadt.

In der Beispielskizze sind mindestens drei Typen von Finanzierungs- und Bewertungsanlässen enthalten: die Finanzierung der Umwidmung des Produktionsgeländes, der Wohneigentumsmaßnahmen und der Supermärkte. Jeder Nutzungstyp wird von der Strukturänderung erfasst, aber die Gewichtung der Faktoren im wirtschaftlichen Zusammenhang ist unterschiedlich. Wie sieht eine Prüfungsskizze für die neu gebauten Wohnanlagen und für die Einfamilienhäuser aus, die vermietet werden sollen, weil sie nicht verkauft werden können?

Schritt A: Systemmodell

Welche Faktoren bestimmen den Ertragsverlauf?

Das Systemmodell wird zuerst mit allen relevanten Faktoren erfasst, insbesondere die Nachfragefaktoren werden aufgegliedert. Es werden soweit wie möglich keine aggregierten Daten verwendet, sondern die für die Bewertungsobjekte relevanten, aktuellen und zutreffenden Daten des Standorts.

Darstellung: Liste mit 21 und mehr Faktoren, um das Systemmodell nach seinen Grundkriterien zu erfassen

Schritt B: Systembeziehungen

Welche Beziehungen haben die Faktoren untereinander?

In diesem Schritt werden die für das Bewertungsobjekt relevanten Faktoren zueinander in Beziehung gesetzt, ihre Beziehung wird gewichtet. Die Kennzeichen (s. Abschnitt 4) werden berücksichtigt. Passive und aktive Faktoren, sowie Bestands- und Flussgrößen werden unterschieden.

Darstellung: Matrix mit 21 und mehr Faktoren, Gewichtung und Summenbildung

Schritt C: Systemstruktur

Welches Muster des Ertragsverlaufs ist wahrscheinlich, wird es dauerhaft sein?

Die dominanten Faktoren – das sind hier Einkommen und Konkurrenzangebote – werden auf den Ertrag bezogen. Die Unterscheidung in passive und aktive Faktoren ermöglicht zu entscheiden, ob Angebotsverbesserungen – darunter Mietpreissenkungen – das Vermietungsergebnis beeinflussen oder nicht.

Darstellung: Graphik mit Wirkungsgefüge, aus dem ablesbar ist, ob die Erträge steigen werden oder ob mit abnehmenden Erträgen zu rechnen ist.

Die Skizze ist ein Einblick in ein umfassenderes systematisches Vorgehen zur Erfassung von komplexen wirtschaftlichen Zusammenhängen, die die Ertragsverläufe von Immobilien bestimmen. In den bisherigen Gesprächen mit Fachleuten zur Methode gab es insbesondere zwei Einwendungen:

- Die Befürchtung, das Vorgehen würde viel Zeit brauchen und damit zu viel Geld kosten.
- Die Erfassung struktureller Entwicklungen im Markt- und Objektrating der Banken.

Der Aufwand besteht genau genommen darin, in der Bewertung eine zusätzliche Denkweise zu schulen und eine Darstellungsform aufzubauen, die es erlaubt, Komplexität abzubilden und zu visualisieren. Wenn man sich die wirtschaftlichen Zusammenhänge für jede Nutzungsart erarbeitet hat, sind die Faktoren und ihre Rollen im Wirkungsgefüge bekannt.

Die Markt- und Objektratings werden in der Praxis wegen der Auflistung und Abbildung von Faktoren geschätzt, einschließlich der Faktoren, die strukturelle Veränderungen anzeigen. Sie beruhen jedoch auf einer Denkweise, die linearkausale Beziehungen zwischen aggregierten Daten sozioökonomischer Faktoren und dem Bewertungsobjekt annimmt. Die Beziehung wird subjektiv bewertet, ob es überhaupt eine Beziehung gibt und wie sie wirkt, wird von Ratings nicht erfasst. Eine Entscheidung, ob der Preismechanismus noch funktioniert oder nicht, kann aufgrund von Ratings nicht fundiert getroffen werden. Die Interviews im Rahmen der Umfrage 2007¹³ bestätigen, dass die Mehrheit der Gutachterinnen und Gutachter das Rating als nicht geeignet ansieht, um strukturelle Veränderungen zu erkennen und abzubilden.

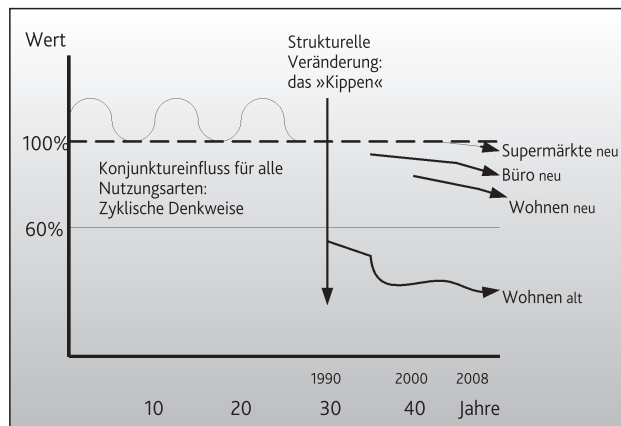
Wenn der Schaden im Wesentlichen durch strukturelle Veränderungen entsteht, und die Gutachterinnen und Gutachter vor Ort die Beteiligten im gesamten Bankprozess sind, die das am besten erkennen, dann muss zur Vermeidung dieses spezifischen Schadens die Gutachterarbeit aufgewertet werden. Dazu trägt das vorgeschlagene Verfahren bei, weil es ein Werkzeug ist, mit dem sie das, was sie in den Grundzügen sehen, beschreiben und visualisieren können.

5.3 Bezug zu Subprime

Wenn die dauerhaften Ertragsausfälle wie bisher nicht zutreffend erkannt und abgebildet werden, werden sie im Forderungsbestand der Banken und der Zweckgesellschaften weiter Probleme aufwerfen. Die strukturellen Veränderungen in den Teilmärkten generieren ein immer höheres Ausmaß an Ausfällen bei Immobiliensicherheiten. Die ungeprüfte Annahme von steigenden – allenfalls mit der Konjunktur schwankenden – Erträgen blendet diese Entwicklungen aus der Bewertung aus. Sie beruht vielfach auf einer Denkweise, der Markt würde im Guten und im Schlechten alles ausgleichen. Davon kann man heute nur dann ausgehen, wenn man die Denkweise im wirtschaftlichen Zusammenhang der relevanten Teilmärkte überprüft hat. Und auch dann ist die Bank nicht vor Ausfällen geschützt, weil die Teilmärkte während der Laufzeit »kippen« können. Die Bewertung von Immobiliensicherheiten kann jedoch entscheidend verbessert werden, wenn man sie in den wirtschaftlichen Zusammenhang des relevanten Teilmarkts stellt, weil man dann die strukturelle Veränderung – das Kip-

¹³ S. Frage 6: Verwenden Sie ein Markt- und Objektrating? Ist ein Markt- und Objektrating als Grundlage der Beurteilung struktureller Entwicklungen hilfreich? in: Umfrage 2007, a. a. O., S. 12.

pen – erkennen kann, sobald sie dort erkennbar sind. Zudem kann man verhindern, dass erkannte dauerhafte Diskrepanzen in Kapitalmarktprodukte verlagert werden.



Zeichnung 5: Strukturelle Veränderungen und beobachtete Wertänderungen

Die Zeichnung beruht auf der Annahme, dass die Bildung der Werte der Entwicklung der Ertragsverläufe der Nutzungsarten und den Restnutzungsdauern folgt. Die Ertragsverläufe sind abgeleitet aus konkreten Fällen aufgrund analoger struktureller Veränderungen.

- **Wohnen alt:** Die Wohnungsbestände der städtischen Gesellschaften sind dreißig Jahre alt. Die Diskrepanz zwischen Reinertrag und Kapitaldienst im Darlehensbestand entsteht ab 1995 durch steigenden Leerstand. Sie kann eingegrenzt werden durch Sanierung und Modernisierung. Die Mieterträge nehmen wegen der laufenden Verschlechterung der sozioökonomischen Situation dennoch dauerhaft ab.
- **Büro neu:** Die Darlehen für das Produktionsgelände sind nach dreißig Jahren nicht getilgt. Nur ein Drittel der Flächen kann umgebaut werden und an Büromieter von 1995 bis 2005 vermietet werden. In dieser Zeit können keine Mieterhöhungen durchgesetzt werden, danach kommen keine Anschlussmietverträge zustande. Die am Standort engagierten Banken müssen die Ausfälle der alten Darlehen und die Diskrepanzen der neuen Darlehen verarbeiten.
- **Wohnen neu:** Die neu gebauten Wohnungen und Einfamilienhäuser müssen ab Fertigstellung mit Abschlägen angeboten oder vermietet werden, weil es zu wenig Nachfrage gibt. Hohe Fluktuation und vereinzelter Leerstand ermöglichen keine Mietsteigerungen. Die Diskrepanzen entstehen bei den Darlehensforderungen gegenüber Familien, die Einfamilienhäuser zur Eigennutzung erwerben, und bei den Kreditkunden, die zur Altersvorsorge vermietbare Wohnungen kaufen. Die Problematik ist unter der Thematik Schrottimmobilien bekannt geworden.
- **Supermärkte neu:** Die Kaufkraft der Stadt verteilt sich auf alte und neue Supermärkte. Zwei ältere Supermärkte finden ab 2007 keinen neuen Betreiber. Die ab 2000 neu gebauten Supermärkte haben Betreiberverträge mit 3 und 5 Jahren Laufzeit, danach werden niedrigere Betrei-

ermieten vereinbart. Das Kalkül, die neuen Supermärkte würden die Bestandsflächen vom Markt verdrängen, geht nicht auf. Durch Bauen und Finanzieren im übersättigten Markt entstehen Diskrepanzen bei den Bestands- und bei den Neubaufinanzierungen im Sicherheitenportfolio der beteiligten Banken.

Diese einfachen Beispiele geben empirisch beobachtete und weit verbreitete Entwicklungen wieder. Sie zeigen ein vereinfachtes Bild von den Auswirkungen des strukturellen Prozesses, der zu Veränderungen im wirtschaftlichen Zusammenhang der Teilmärkte führt. Die Veränderungen spiegeln sich in den Ertragsverläufen der Immobilien und im Ausfallverhalten der Darlehen wider. Die ausgereichten Darlehen an die Eigentümer des Produktionsgeländes und der Wohnbestände fallen in höhere Schadensklassen (»migration«). Auch die neu ausgereichten Darlehen für die Umnutzung in Büroflächen, für den Bau von Wohneigentum und von Supermärkten müssen nach relativ kurzer Laufzeit als Schaden klassifiziert werden, weil es keine ausreichende Nachfrage gibt.

Die Migration im Darlehensbestand der finanzierenden Banken hat man nicht vorhersehen können, aber aus der Vergangenheit kann man lernen, dass Neuzusagen ohne Überprüfung des wirtschaftlichen Zusammenhangs weitere Ausfälle produzieren, wenn strukturelle Veränderungen vorliegen. Genau genommen haben die Neubauten für Büronutzung, Wohn- und Einzelhandelsnutzung keinen Beleihungswert. Sie sind auch nicht für die Verlagerung in Kapitalmarktprodukte wie Fonds oder ABS – Wertpapiere geeignet. Ihre Erträge können nicht steigen, Beleihung und Kapitalanlage setzen steigende Erträge voraus.

Die übliche Denkweise, in einem der nächsten Konjunkturzyklen würde es ausreichend Nachfrage geben und die neuen Flächen können Bestandsflächen verdrängen, blendet die Nachfragefaktoren Bedarf und Mietkaufkraft systematisch aus. Sie führt zur Produktion von Finanzierungen, die verwertet werden müssen. Die Verwertung durch Verlagerung auf Dritte und in der Zeit hat sowohl auf nationalen Märkten als auch im Subprime Segment internationaler Kapitalmärkte enge Grenzen.

Die Prüfmethode ist ein zusätzliches Werkzeug für die Vermeidung von Vermögensschäden, nicht nur in der Immobilienfinanzierung, sondern auch auf anderen Anwendungsgebieten.

6 Weitere Anwendungsgebiete

Eine vollständige Vermeidung wird es nicht geben. Die Prüfmethode ermöglicht jedoch, die strukturellen Veränderungen zu erkennen, sobald sie im wirtschaftlichen Zusammenhang entstanden sind, und sie in Gutachten abzubilden.

6.1 Fonds, Altersvorsorgeprodukte

Ab 1985 waren klassische Anleger und Vorsorgesparer unter den sog. Dritten, die im Vertrauen auf eine langfristige Be-

wertung Verträge unterzeichneten. Der bisher in Fonds durch Immobilien mit dauerhaften Ertragsausfällen entstandene Vermögensschaden könnte verringert werden, wenn es Pflicht wäre, die Anlagevermögen (»assets«) von unabhängigen Gutachtern bewerten zu lassen, auf der Grundlage einer Prüfung von strukturellen Veränderungen im wirtschaftlichen Zusammenhang¹⁴.

6.2 Einführung der kommunalen Doppik

In den deutschen Kommunen wird das Rechnungssystem der Kameralistik durch die doppelte Buchführung ersetzt. Die Höhe des Anlagevermögens für die neuen Bilanzen der Kommunen wird entweder durch Zeitwerte oder ursprüngliche Anschaffungs- und Herstellungskosten abzüglich Abschreibungen bestimmt. Im Zuge der Konsolidierung der kommunalen Finanzen haben die Kommunen schon ab 1990 marktgängige Immobilien verkauft. Soweit die Bestände, die noch im kommunalen Eigentum sind, ohne Berücksichtigung ihrer längerfristigen Ertragskraft in die Bilanzen eingestellt werden, werden Diskrepanzen zwischen Anlagevermögen und Verschuldung für die Zukunft angelegt. Zukünftiger Schaden für die Steuerzahler könnte vermieden werden, wenn die Nachfragefaktoren in den Bewertungen abgebildet werden.

6.3 Bilanzierung Anlagevermögen

Schon in der Vergangenheit sind bei der Ausgliederung von Immobilien in Eigentums Gesellschaften der Unternehmen Diskrepanzen zwischen Anlagevermögen und Verschuldung entstanden, weil die Bewertungen nur an betriebswirtschaftlichen Überlegungen orientiert waren. Auch auf diesem Gebiet würden Gutachten von unabhängigen Gutachtern auf der Grundlage einer sorgfältigen Prüfung des wirtschaftlichen Zusammenhangs eine Schutzwirkung in Bezug auf zukünftige Liquiditätseingänge und Überschuldung bilden. Im Zusammenhang mit der Diskussion über den beizulegenden Wert nach § 253 Abs. 2 Satz 3 HGB und den Fair Value in IAS 16 und in IAS 40 wird zu Recht darauf hingewiesen, dass es mit den Jahresabschlusszwecken nicht vereinbar wäre, »wenn Vermögen aufgrund historischer Preisfeststellungen in der Bilanz abgebildet würde, dem aufgrund veränderter Umweltbedingungen keine – auch nicht bloß aus der Sicht des Unternehmens begründbaren – aktuellen Werte zum Stichtag mehr gegenüberstünden.«¹⁵ Beizulegender Wert und Fair Value sind unbestimmte Rechtsbegriffe, deren Inhalt durch Auslegung zu klären ist.¹⁶ Die Auslegung erhält durch die Nachweisbarkeit dauerhafter Ertragsausfälle mit der Prüfmethode eine gut fundierte Grundlage.

6.4 Besteuerung

In Sachen Grundsteuer entschied das Bundesverwaltungsgericht 2007 in Leipzig (Az: BVerwG GmS – OGB 1.07), dass die Grundsteuer für Immobilien erlassen werden kann, wenn der Immobilienbesitzer Einbußen aufgrund von strukturellem Leerstand hat. Die Bundesrichter haben damit ihre

frühere Auffassung korrigiert. 2001 hatten sie einen strukturell bedingten Leerstand noch nicht als Grund angesehen, um Immobilienbesitzern die Grundsteuer zu erlassen.¹⁷ Die Situation hat sich geändert und ändert sich weiter. Die Richter beziehen sich bei dem neuen Urteil vor allem auf die Wohnviertel in Ostdeutschland, die durch Wegzug leer stehen. Bisher gibt es keinen genauen Überblick darüber, wie weit verbreitet dauerhafte Ertragsausfälle in Deutschland sind, auch die Umfrage 2007 ist nur ein erster Überblick. Das Gebiet der Besteuerung eröffnet ein weites Betätigungsfeld für erfahrene Gutachterinnen und Gutachter, die zugunsten von Immobilienbesitzern schlüssig nachweisen können, dass sich im konkreten Fall dauerhafte Veränderungen im wirtschaftlichen Zusammenhang im Ertragsverlauf der Immobilien widerspiegeln.

6.5 Haftung und Schadensersatz

Der Nachweis dauerhafter Ertragsausfälle unterliegt nicht denselben Ermessensspielräumen wie übliche Prognosen, und das macht ihn so wertvoll für diejenigen, die geschädigt wurden und den Schaden nachweisen wollen. Bewertungen, die auf einer Untersuchung von dauerhaften Strukturen des Wirkungszusammenhangs am Standort beruhen, haben stabilere Ergebnisse, als Bewertungen, die nicht auf Untersuchungen dieser Zusammenhänge beruhen. Ihre Aussagen haben länger Bestand, als diejenigen, die die wirtschaftlichen Zusammenhänge am Standort nicht einbeziehen. Insofern scheint das Misstrauen in jene Prognosen berechtigt, die auf der Vorstellung beruhen, die Wirklichkeit am Standort ließe sich generell anhand steigender oder zyklischer Ertragsverläufe abbilden. Den Geschädigten kann geholfen werden. Auch im Nachhinein ist nachweisbar, ob die Strukturveränderungen im wirtschaftlichen Zusammenhang zum Vertragszeitpunkt vorlagen und ob das sog. Kippen methodisch zutreffend abgebildet wurde.

7 Zusammenfassung

Die Schadensfälle in der Immobilienfinanzierung und die Umfrage von 2007 bestätigen, dass in allen deutschen Regionen strukturelle Veränderungen beobachtet werden. Steigende oder zyklisch beeinflusste Ertragsverläufe können in stagnierende oder abnehmende Ertragsverläufe übergehen. Gleichzeitig generieren die strukturellen Veränderungen in den Teilmärkten ein immer höheres Ausmaß an Kreditausfällen in der Immobilienfinanzierung, allein durch die Migration.

Nach 30 Jahren Strukturwandel kann in der Bewertung nicht mehr vereinfachend davon ausgegangen werden, dass es für Leerstände und geringere Mieten – verglichen mit den Markt-

¹⁴ Stanglmayr, Fondsimmobilen: Ein Plädoyer für bessere Bewertungen, in: *Fondszeitung*, 24. 4. 2008, S. 2.

¹⁵ Küting/Trappmann/Ranker, Gegenüberstellung der Bewertungskonzeption von beizulegendem Wert und Fair Value im Sachanlagevermögen, DB 2007, 1710.

¹⁶ Küting/Trappmann/Ranker, DB 2007, 1710, 1712.

¹⁷ dpa, Grundsteuer kann bei Leerstand entfallen, *Berliner Zeitung* vom 3. 5. 2007, S. 9.

mieten – in absehbarer Zeit einen Ausgleich durch zukünftige konjunkturelle Erholung gibt. Die Annahme steigender allenfalls mit der Konjunktur schwankender Ertragsverläufe ist generell keine zutreffende Beschreibung der Wirklichkeit mehr. Bei dauerhaft veränderten wirtschaftlichen Zusammenhängen in Teilmärkten beruht sie auf reiner Spekulation.

Strukturelle Veränderungen und ihre Spiegelung in Ertragsverläufen kann man erkennen, wenn man prüft, welche Strukturen die Faktoren im wirtschaftlichen Zusammenhang bilden, die den Ertrag wesentlich bestimmen. Der systema-

tische Fehler, Annahmen über die Nachfrageentwicklung zu treffen, die die Wirklichkeit nicht mehr abbilden, kann durch die vorgestellte Prüfmethode behoben werden. Insofern ist dieser Beitrag ein Plädoyer für erweiterte Bewertungen im Kreditprozess: Das Bessere ist der Feind des Guten!

Diplom-Volkswirtin Mathilde Th. Stanglmayr,
Ettaler Str. 12a, 10777 Berlin, info@misp-stanglmayr.de