

Verkehrswert und Preisbildung in Boom- und Rezessionsphasen

Sabine Schretter

Zusammenfassung

Sowohl Boomphasen mit starken Preisanstiegen als auch Rezessionsphasen mit massiven Wertverlusten führen zu schwierigen Marktverhältnissen für die Ermittlung von Verkehrswerten für Immobilien. Während im ersten Fall vor allem die Vergleichbarkeit und Vertrauenswürdigkeit der Transaktionsdaten problematisch wird, liegt die Schwierigkeit im zweiten Fall im Mangel an Vergleichsdaten durch sehr geringe Transaktionsvolumina. Vor diesem Hintergrund werden verschiedene Aspekte der Preisbildung in den unterschiedlichen Immobilienmarkzyklen und ihre Bedeutung für die Immobilienwertermittlung dargestellt.

Summary

Phases of strong increase as well as phases of strong decrease of asset values result in difficulties for the market valuation of real estate properties. In the first problems mainly are comparability and reliability of data whereas in the second problems mainly result from the lack of comparables. Therefore different aspects of pricing in the different phases of the real estate cycles and their meaning for the market valuation are shown.

Schlüsselworte: Verkehrswert, Boomphasen, Rezession, Immobilienkrisen, Preisbildungsfaktoren

1 Einleitung

Die Immobilienwirtschaft hat unbestreitbar große Bedeutung für die Volkswirtschaft. Nach aktuellen Daten des Statistischen Bundesamtes beträgt das Immobilienvermögen in 2011 rund 7,1 Billionen Euro, grob geschätzt etwa jeder zehnte Arbeitsplatz steht mit der Immobilienwirtschaft in Verbindung. Aber auch umgekehrt wird der Immobilienmarkt stark von gesamtwirtschaftlichen Megatrends beeinflusst. Dafür bietet die Vergangenheit eine Vielzahl an Beispielen, ein besonders anschauliches für eine Spekulationsblase ist die Tulpenkrise im Jahr 1637. Nachdem die Preise für Tulpenzwiebeln in den Niederlanden immense Größenordnungen erreichten (ganze Häuser wurden im Tausch für eine Zwiebel geboten), brach der Handel bei einer Versteigerung in einem Haarlemer Wirtshaus schlagartig ein und es fand ein Preisverfall um 95% statt, viele Bürger verloren ihr Vermögen.

In der jüngeren Vergangenheit erlebte Deutschland nach dem Boom im Zuge der Wiedervereinigung 1990, zu einem guten Teil durch Sonderabschreibungsmöglich-

keiten ausgelöst, eine tiefe Binnenrezession in der ersten Hälfte der 1990er-Jahre. Nach einer Studie von Dreger und Kholodilin (2011) baute sich vom letzten Quartal 1992 bis zum dritten Quartal 1994 auch die bisher einzige Immobilienpreisblase in Deutschland auf.

Jedoch nicht nur solche Extremsituationen und Preisblasen wie oben dargestellt bringen diverse Schwierigkeiten für die Verkehrswertermittlung von Immobilien mit sich, sondern auch die Boom- und Rezessionsphasen im sich permanent verändernden Immobilienmarktzyklus.

So schloss sich der Binnenrezession in Deutschland eine Boomphase im Geschosswohnungsbau und der New Economy an, die durch das Platzen der Dotcom-Blase im Jahr 2000 ihr Ende fand. Etwa ab Ende 2002 begann die Boomphase internationaler Investoren, die vor allem zu einem starken Anstieg des gewerblichen Immobilienmarktes führte (Anteil gewerblicher Immobilien am Transaktionsvolumen bis 80%). Dem setzte die ab 2008 mit der Pleite der Investmentbank Lehman Brothers einsetzende Finanzkrise ein jähes Ende. Ab 2009/2010 stellte sich ein gemäßigter Aufwärtstrend ein, der Anfang 2011 schon auf einen echten Wirtschaftsaufschwung hindeutete (IVG 2011). In den vergangenen Monaten wurde dieser jedoch durch die Staatskrisen im EU-Wirtschaftsraum und den Einbruch an den Aktienmärkten infrage gestellt. Das Anlegerverhalten wird auch noch aktuell stark von Inflationsängsten und Flucht in Sachwerte geprägt.

Aus all diesen gesamtwirtschaftlichen Entwicklungen resultierten Veränderungen bei Transaktionsvolumina und Preisen von Immobilien. Zur Darstellung dieser Zusammenhänge erfolgt zunächst ein genauerer Blick auf die Immobilienmarkzyklen, den Verkehrswertbegriff und die Erfassbarkeit von Wertänderungen.

2 Immobilienmarkzyklen und die Erfassbarkeit von Wertänderungen

2.1 Immobilienmarkzyklus

Betrachten wir zunächst die Phase des Preisbooms: Am Immobilienmarkt nimmt die Nachfrage zu und die Preise steigen an, die Marktteilnehmer sind in euphorischer Stimmung und setzen auf weiteren Preisanstieg. Die Bautätigkeit nimmt ebenfalls zu – da Immobilien aber eine längere Entwicklungsdauer haben, bleibt das Angebot zunächst hinter der Nachfrage zurück. Dies führt zu weiterem Preisanstieg. Warnzeichen werden missachtet, Chancen über- und Risiken unterbewertet. Auch die

Transaktionsvolumina steigen stark an, Vermarktungszeiten sinken, Vergleichsdaten sind also in hoher Zahl verfügbar. Für manche Interessenten ist das Preisniveau aber bereits zu hoch, während Verkäufer auf weiteren Anstieg setzen. Jetzt kann auch das Angebotsvolumen durch die verstärkte Bautätigkeit wieder anwachsen. Schließlich verlangsamt sich der Preisanstieg und eine Trendumkehr setzt ein.

Mit dem Rückgang der Immobilienpreise gehen auch Vertrauensverlust und zunehmende Risikoaversion einher. Die Verkaufsbereitschaft sinkt, bei sehr niedrigem Preisniveau ist die Verkaufsbereitschaft so gut wie nicht mehr vorhanden wegen des zu großen bid-offer-Spreads. Auch die Kaufbereitschaft bricht ein bis hin zur Panikstimmung. Das Transaktionsvolumen erreicht sehr niedriges Niveau, damit sind auch aktuelle Vergleichsdaten nicht mehr in ausreichender Zahl verfügbar. Spekulanten und Schnäppchenjäger sind jetzt die überwiegenden Marktakteure, häufig finden Verkäufe nur noch aus Zwangslagen heraus statt.

Kaufpreise sind im Marktgeschehen für Marktteilnehmer in unterschiedlichen Situationen und mit unterschiedlicher Dichte an Hintergrundinformationen (wie beispielsweise Mietvertragsbedingungen, Objektzustand und -ausstattung, Projektplanung, -genehmigung und -kosten) zugänglich. So liegen diese Informationen Marktteilnehmern, Investoren, Immobilienmaklern und Bankgutachtern im Zuge der Kaufabwicklung und Finanzierung recht früh im Transaktionsprozess vor (jedoch nicht als vollständiger flächendeckender Überblick), den Gutachterausschüssen nach Vertragsabschluss (zeitverzögert und mit unvollständigen Hintergrundinformationen, aber fast vollständig und flächendeckend).

Um vorliegende Kaufpreise in den beiden Extremphasen des Preisbildungszyklus zu hinterfragen, wird kurz auf den Verkehrswertbegriff zurückgegriffen.

2.2 Verkehrswert

Nach § 194 BauGB wird »der Verkehrswert (Marktwert) durch den Preis bestimmt, der im Zeitpunkt, auf den sich die Ermittlung bezieht, im gewöhnlichen Geschäftsverkehr ... ohne Rücksicht auf ungewöhnliche oder persönliche Verhältnisse zu erzielen wäre«.

Hier fällt zunächst die Koppelung an den Preis auf, der ja nicht gleich dem Wert einer Sache sein muss. In Hochpreis- sowohl als auch in Niedrigpreisphasen ist also zu hinterfragen, wie weit Kaufpreis und Wert einer Immobilie bereits auseinanderfallen.

Unter dem Aspekt der ungewöhnlichen und persönlichen Verhältnisse werden sicher eine Vielzahl von Transaktionen in Niedrigpreisphasen unter Druck oder Zwang zustande gekommen sein und damit nicht mehr als für die Verkehrswertermittlung verwendbare Vergleichsdaten dienen können. Aber auch sehr hohe Kaufpreise können durch persönliche Aspekte stark beeinflusst sein.

Damit ist auch bei der Schlussfolgerung »Kaufpreis gleich Verkehrswert« große Vorsicht geboten. Vor allem, wenn der beurkundete Kaufpreis in Boomphasen auch der höchste gebotene Preis ist – das führt zu fast schon philosophischen Überlegungen. Wenn der höchste gebotene Preis dem Verkehrswert entspräche, könnte kein Kaufpreis mehr »zu hoch« sein. Damit verbunden wäre eine unbotmäßige Überbewertung des Verkäuferinteresses (der am höchstmöglich zu erzielenden Preis interessiert ist) gegenüber dem Käuferinteresse (der mit einem zu hohen Kaufpreis Vermögensschäden erleidet). In weiterer Konsequenz könnte auch kein Kaufpreis mehr zu niedrig sein. Dies kann logischerweise nicht angenommen werden.

Hilfreich für diese Beurteilung ist auch ein Blick auf statistisch orientierte Definitionen. Petersen (2007) beispielsweise definiert den »wahren Verkehrswert als den zeitnah für vergleichbare Objekte ermittelten Durchschnittspreis aller Verkaufsfälle«.

Aus diesem Zusammenhang ergeben sich aber auch weitere Fragestellungen: Wie viele Vergleichsdaten sind zur Verkehrswertermittlung nötig, was ist eine ausreichende Vergleichsdatenmenge und in welchem Zeitraum müssen sie entstanden sein? Wie schnell kann sich der Verkehrswert einer Immobilie ändern? Und woraus kann man den Verkehrswert ableiten, wenn aktuelle Vergleichsdaten mangels Transaktionen fehlen? Dazu wenden wir uns als nächstes der Frage nach der Erfassbarkeit von Wertänderungen zu.

2.3 Erfassbarkeit von Wertänderungen

Da der Immobilienmarkt ein sehr inhomogener Markt ist, ist eine wichtige Frage, wie tief die verschiedenen Marktsegmente nach Gebäudearten und Lagen zu differenzieren sind. Limitierend ist hier regelmäßig die unvollständige Datenverfügbarkeit. Alle Bezugsgrößen haben jedoch auch spezielle Besonderheiten.

So kann der Gutachter auf verschiedene Daten unterschiedlichster Quellen zurückgreifen: Angebotspreise (Abweichungen zu Preisgeboten teils erheblich), Auskünfte aus der Kaufpreissammlung der Gutachterausschüsse (Daten jedoch oft nur anonymisiert verfügbar), Renditen (schneller und deutlicher Indikator für Wertänderungen, aber unterschiedliche Definitionen), Ertragsfaktoren – Vielfaches des Jahresertrags (Verzerrungen durch enthaltene/nicht enthaltene Bewirtschaftungskosten und die zugrunde liegende absolute Miethöhe), Vergleichspreis pro m² Nutzfläche (international auch für gewerbliche Immobilien gebräuchlich und eigentlich eine aussagekräftige Größe), verschiedenste Indices (den verschiedenen Indices liegen jedoch unterschiedliche Ermittlungsgrundlagen, Bezugszeitpunkte und Immobilienmarktsegmente zugrunde), Durchschnittsmieten und Leerstandsquoten (reagieren meist verzögert und abgeschwächt auf Marktveränderungen – Spitzenmieten und Leerstandsquoten schneller).

Herkunft und zugrunde liegende Definition der verwendeten Daten sind von großer Bedeutung bei der Anwendung in der Wertermittlung.

Vorsicht ist bei der Verkehrswertermittlung bei der Kummulation von Einzelkomponenten geboten, die zu einer Hebelwirkung führen kann. Außerdem ist darauf zu achten, ob die Vergleichsgrößen bereits inflationsbereinigt sind oder nicht.

Der Einfluss der Inflation wird meist unterschätzt: So kommen mehrere Untersuchungen zu dem Ergebnis, dass die realen Immobilienpreise in Deutschland seit geraumer Zeit stagnieren bis sinken und somit keinen Schutz vor Inflation bieten. Gemäß Knepel (2011) liegen die Hauspreise in Deutschland heute bei Indexwert 87 (Basisjahr 1970 = 100), im internationalen Vergleich: USA 165, Frankreich 225, Großbritannien 387. Deutschland weist allerdings regional deutliche Unterschiede auf: So liegt der Indexwert für Frankfurt am Main im Jahr 2009 (Basisjahr 1980 = 100) bei rund 113, für Stuttgart bei 72 und für München bei 127. Auch für den Büromarkt bietet sich ein ähnliches Bild: Frankfurt heute 100 (Basisjahr 1973 = 100), München 69, Stuttgart 66.

Kholodilin, Menz und Siliverstovs (2008) kommen zu dem Ergebnis, dass in Deutschland die realen Immobilienpreise zwischen 1975 und 2004 um rund 25% gefallen sind.

Dies verdeutlicht den großen Einfluss und die Bedeutung der Inflation auf die Preisentwicklung von Immobilien und die Notwendigkeit, bei den für die Wertermittlung verwendeten Daten genau auf enthaltene oder fehlende Inflationsbereinigung zu achten.

3 Einflussfaktoren auf die Preisbildung

Im Folgenden werden unterschiedliche Faktoren erläutert, die Einfluss auf die Preisbildung von Immobilien haben und die in transaktionsarmen Phasen oder in schwierigen Marktverhältnissen als Indikatoren und Hilfsgrößen für die Wertermittlung Anwendung finden können (eine Auswahl an Veröffentlichungen zu dieser Thematik: Welling 2008, Archner 2009, Jaletzky 2009).

3.1 Wirtschaftliche Rahmendaten

3.1.1 Makroökonomische Faktoren

Das Bruttoinlandsprodukt BIP als Maß der wirtschaftlichen Leistung einer Volkswirtschaft ist eng an Inflation und Deflation gekoppelt und somit ein wichtiger Indikator der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Der größte Einfluss ergibt sich indirekt auf den gewerblichen Immobilienmarkt über den Effekt der Schaffung von Arbeitsplätzen, der Wohnimmobilienmarkt ist von Aufschwung oder Rezession geringer beeinflusst.

Einkommen (in der volkswirtschaftlichen Bedeutung als Realeinkommen – inflationsbereinigt – oder verfügbare Einkommen – nach Steuern und Abgaben) dagegen haben großen Einfluss auf die Preisentwicklung von Wohnimmobilien. Ein Anstieg der Einkommen führt zu einem Preisanstieg in diesem Segment (untersucht z.B. von Kholodilin, Menz, Siliverstovs 2008).

Die Geldpolitik der Zentralbank hat über die Instrumentarien der Ausweitung und Reduktion der Geldmenge sowie die Erhöhung oder Senkung der Leitzinsen kurz- bis mittelfristig eine starke Auswirkung auf die Preisentwicklung im Immobilienmarkt. So ist im Normalfall die expansive Geldpolitik in Rezessionszeiten mit einem Absinken des Zinsniveaus verbunden, dies macht Investitionen in Immobilien interessanter und führt dadurch zu einem Preisanstieg in diesem Anlagesegment (vgl. Studie von Voigtländer, Demary, Gans, Meng, Schmitz-Veltin, Westerheide).

Ein interessanter Zusammenhang entsteht in der Gegeüberstellung der Änderung von Immobilienrenditen und zehnjährigen Staatsanleihen: Insbesondere wenn die Immobilienrendite und der sichere Langfristzins so gut wie identisch sind (wie im Jahr 2007) oder sich das Verhältnis gar umkehrt, ist die Wahrscheinlichkeit einer Trendumkehr und des Endes der Boomphase sehr hoch (untersucht u.a. von der Fachgruppe Ausland des HypZert eV 2010). Aktuell liegt dieser Spread in Deutschland bei rund 250 Basispunkten, eine schnelle Trendumkehr ist daraus nicht abzuleiten.

Ein weiteres wichtiges Signal lässt sich aus dem Verhältnis von Mieten und Hauspreisen ableiten: steigen Hauspreise prozentual deutlich stärker als Mieten, ist ebenfalls erhöhte Aufmerksamkeit bezüglich der weiteren Preisentwicklung am Immobilienmarkt geboten (Dreger, Kholodilin 2011).

Aus diesen Zusammenhängen kann der Gutachter wichtige Hinweise auf die aktuelle Preisentwicklung im Immobilienmarkt und den Zyklusverlauf gewinnen.

3.1.2 Regulatorische Faktoren

Die in Deutschland vorherrschenden steuerlichen Regelungen begünstigen Haltedauern von über zehn Jahren für Immobilien und tragen somit zur Preisstabilität bei. Auch verhältnismäßig hohe Transaktionskosten hemmen spekulative Überreibungen, erhöhen jedoch auch die Eintrittsschwelle in den Immobilienmarkt. Die derzeit in verschiedenen Bundesländern bereits erfolgte bzw. geplante Erhöhung der Grunderwerbsteuer steigert diese Kosten weiter. Ob sich die derzeit geplante Grundsteuerreform kostensteigernd oder kostenneutral auswirken wird, bleibt derzeit noch abzuwarten.

Denselben stabilisierenden Effekt haben die stark ausgeprägten rechtlichen Regulierungen von Mietverhältnissen und Eigentum. Im deutschen Wohnungsmarkt herrscht zudem hohe Verfügbarkeit an gut ausgestatteten Mietwohnungen, dies wirkt starken Preisanstiegen und

Preisrückgängen entgegen. Regional zeigen sich jedoch teils große Unterschiede, die der Gutachter mit Marktkenntnis erkennen kann.

Sehr großen Einfluss auf die Preisentwicklung haben steuerliche Anreize wie z.B. Sonderabschreibungsmöglichkeiten; sie sind und waren Auslöser von Boomphasen und sogar der einzigen Immobilienblase in Deutschland.

3.1.3 Einflüsse aus der Finanzierung

Das Zinsniveau als absolute Größe hat vergleichsweise geringen Einfluss auf die Preisbildung von Wohnimmobilien – entscheidend für den Erwerb dieser Immobilienart sind vielmehr die persönliche Lebens- und Einkommenssituation (die wiederum stark von wirtschaftlichen Rahmenbedingungen bestimmt wird). Ein niedriges Zinsniveau unterstützt lediglich die Entscheidung für ein Immobilieninvestment. Hohe Zinsen wirken sich leicht preissenkend aus.

Die in Deutschland vorherrschende Festzinskultur mit langen Zinsbindungen um zehn Jahre wirkt sich wegen der Erschwernis der vorzeitigen Ablösung stabilisierend auf die Preisentwicklung aus. Zudem bietet dieses Modell lange Kalkulierbarkeit der finanziellen Belastungen und mindert die Gefahr von Überschuldung.

Möglich wird dies durch die auf Emissionen von Anleihen wie Pfandbriefen und Schuldverschreibungen basierende Refinanzierung (gegenüber in anderen Staaten vorherrschender Einlagenfinanzierung mit variablem Finanzierungszinssatz). Da zudem meist der Beleihungswert, der etliche Risikoaspekte eliminiert, zugrunde gelegt wird, trägt auch dies zur Stabilität bei. Voigtländer (2010) hat dies ausführlicher dargestellt.

Im Durchschnitt liegt die Fremdkapitalquote bei Immobilienkrediten in Deutschland bei rund 75%. Hoher Eigenkapitaleinsatz und gute Bonität senken das Risiko der Überschuldung, während hohe Fremdfinanzierungsquoten, meist in Verbindung mit allgemeinem Kreditwachstum, sogar das Risiko der Blasenbildung im Immobilienmarkt in sich bergen.

Somit können aus der Entwicklung im Finanzierungssektor auch Preisentwicklungstendenzen im Immobilienmarkt abgeschätzt werden.

3.1.4 Demographische Faktoren

Die demographische Entwicklung hat eine große Auswirkung auf die Immobilienpreise – mit dem Bevölkerungsanstieg steigt auch die Nachfrage nach Wohnraum, die zunächst das Angebot übersteigen kann. Auch hier sind regional deutliche Unterschiede zu beachten. Auf den Punkt gebracht lässt sich festhalten: Je höher der Urbanisierungsgrad, desto höher das Immobilienpreisniveau (s. auch Kholodilin, Menz, Siliverstovs 2008).

Veränderungen und aktuelle Tendenzen in der Bevölkerungsentwicklung sollten daher in der Wertermittlung vor allem für die Beurteilung der künftigen Nutzbarkeit,

Vermietbarkeit und Marktgängigkeit von Immobilien beachtet werden und bei der Wahl der Bewertungsparameter wie Restnutzungsdauer, Marktmiete und Liegenschaftszinssatz berücksichtigt werden.

3.1.5 Marktpsychologische Faktoren

Der vermutlich bisher am meisten unterschätzte Einflussfaktor auf die Preisbildung ist die Marktpsychologie. Einen festen Platz hat beispielsweise die Beobachtung des Konsumentenklimas in der Wirtschaftsforschung (wie z.B. der ifo Geschäftsklima- und Konjunkturtest); aus solchen Befragungen gewinnt man Einschätzungen zu den Erwartungen der Marktteilnehmer zu Auf- oder Abschwung oder Inflationsangst. Zu einem nicht geringen Teil werden Markttrends vom Verhalten der Marktteilnehmer geprägt und teils sogar von massenpsychologischen Effekten verursacht (wie etwa im Geschehen an den Aktienmärkten deutlich zu beobachten ist). Je irrationaler das Verhalten der Marktteilnehmer wird, desto größer ist die Gefahr einer Trendumkehr in Boomphasen. Risiken werden unterschätzt und Chancen überbewertet – mit hohem Investitionsdruck geht das Risiko überhöhter Preise einher. Umgekehrt überwiegt in Rezessionsphasen die Übergewichtung von Risiken und teils gar Panikstimmung.

Aktuell hat sich das Geschäftsklima in Deutschland gemäß ifo Konjunkturtest vom Oktober 2011 abermals etwas eingetrübt. Auch aus diesen Daten lassen sich wichtige Hinweise auf die kurzfristigen Preisentwicklungen im Immobilienmarkt ableiten und somit auch für die Wahl von Bewertungsparametern bei der Verkehrswertermittlung.

3.2 Objekteigenschaften und Wertkomponenten

Nicht nur wenn Vergleichsdaten fehlen oder in nicht ausreichender Anzahl verfügbar sind, ist die genaue Beurteilung von Objekteigenschaften wie Lage und Objektqualität unverzichtbarer Bestandteil der Immobilienbewertung. Diese Eigenschaften sind so gut wie gar nicht zu ändern (höchstens durch langfristige städtebauliche Entwicklungen des Standortes) oder nur mit hohem finanziellem Aufwand (bauliche Gegebenheiten). Mietvertragliche Regelungen geben Hinweise auf die Sicherheit und Nachhaltigkeit der Erträge. Die Vermietbarkeit in Verbindung mit dem Mietniveau, der Leerstandsquote, eventuell zu gewährende Inzitative wie mietfreie Zeiten oder Übernahme von Ausbaukosten und die langfristige Entwicklung des Liegenschaftszinssatzes sind weitere wichtige Beurteilungskriterien. Ausreichend berücksichtigt werden müssen auch anfallende Nutzungsnebenkosten und zu erwartende oder nötige Investitionen in die Bausubstanz.

3.3 Datenverfügbarkeit

Deutschland verfügt mit der Institution der Gutachterausschüsse für Grundstückswerte als einziges Land über eine flächendeckende Sammlung beurkundeter Immobilienkaufpreise, die aus dem vergangenen Marktgeschehen auf weitgehend einheitlicher Basis ausgewertet werden. Diese Auswertungen werden als Bodenrichtwerte und in Grundstücksmarktberichten veröffentlicht. Jedoch erschwert die teils bis auf Gemeindeebene unterteilte Organisationsstruktur und die bisher unvollständige Abrufbarkeit dieser Daten im Internet, dass der einzelne Marktteilnehmer leicht und schnell einen überregionalen Überblick über das Marktgeschehen gewinnen kann. Voll umfängliche, nicht anonymisierte Auskünfte aus der Kaufpreissammlung stehen zudem (mit regionalen Unterschieden) meist nur einem kleinen Kreis von Sachverständigen offen.

Außerdem stehen den Marktteilnehmern eine fast unüberschaubare Vielzahl weiterer Datenquellen (wie beispielsweise Maklerberichte, statistische Auswertungen verschiedener Forschungsinstitute, Veröffentlichung in der Tages- und Fachpresse, Seminare und Kongresse) zur Verfügung. Die dadurch vorliegende Vergleichsdatenmenge ist stark inhomogen. Die hohe Bedeutung des Datenschutzes in Deutschland schränkt zudem die Veröffentlichung und somit die Verfügbarkeit von Miet- und Transaktionsdaten ein.

Dies alles führt zu einem sehr unterschiedlichen Informationsniveau der verschiedenen Marktteilnehmer, stark streuende Preisvorstellungen der Marktteilnehmer am Immobilienmarkt sind die Folge.

3.4 Bewertungszyklen

Neben anlassbezogenen Immobilienbewertungen wie bei Veräußerung, Finanzierung oder Besteuerung waren in Deutschland bisher überwiegend lange Bewertungszyklen üblich.

Bei Banken werden Wertüberwachungen und -überprüfungen in ein- bzw. dreijährigem Turnus durchgeführt.

Für Jahres- und Konzernabschlüsse nach HGB oder IFRS erfolgen Immobilienbewertungen meist in jährlichem Turnus, teils auch unterjährig.

2011 ist das Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und zur Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes (AnsFuG) in Kraft getreten. Dies bringt u. a. für Kapitalanlagegesellschaften und offene Fonds künftig die Anforderung einer dreimonatigen Bewertung der Anlageobjekte mit sich. Wie oben erläutert, ist der Immobilienmarkt in Deutschland von hoher Stabilität gekennzeichnet – kürzere Bewertungszyklen bringen die Gefahr mit sich, dass nicht ausreichend große Vergleichszeiträume gewählt werden oder aus zu kurzen Vergleichszeiträumen (zu optimistische oder auch zu negative) Entwicklungen abgeleitet werden, die dann nicht eintreffen (vgl. Wüst

2011). Damit besteht die Gefahr, dass die Immobilienbewertung ein Marktgeschehen verursacht statt den Markt abzubilden.

Nach Möglichkeit sollten zu kurze Bewertungszyklen vermieden werden, zumindest die Auswahl von Vergleichsdaten aus einem angemessen langen Zeitraum erfolgen, der den bisher beobachteten Marktzyklusdauern und der Volatilität entspricht.

4 Blasenbildung

Ein besonderes Phänomen extremer Marktzyklusentwicklung mit weitreichender wirtschaftlicher Bedeutung ist die Blasenbildung; dabei spielen die oben aufgeführten Preisbildungskomponenten in besonderer Zusammensetzung eine Schlüsselrolle. Dreger und Kholodilin (2011) haben sich mit dieser Problematik befasst und ein Frühwarnsystem für spekulative Überreibungen entwickelt, da hiervon erhebliche makroökonomische Verluste ausgehen können. Ergebnis war auch, dass Immobilienpreisblasen eher selten sind – in Deutschland hat sich gemäß dieser Studie die bisher einzige Blase in der Zeit vom 4. Quartal 1992 bis zum 3. Quartal 1994 ereignet. Nach der Boomphase im Zuge der Wiedervereinigung mit Überinvestition und steuerlicher Subvention im wohnwirtschaftlichen und gewerblichen Bau platze die Blase, die Folge war eine ausgeprägte Rezession.

Einige Indikatoren für spekulative Blasenbildung im Überblick:

- Zwei oder mehr den Immobilienerwerb begünstigende Faktoren treten gemeinsam auf und führen zu einer Trendbildung.
- Der Preisanstieg ist nicht mehr durch realwirtschaftliche Umstände zu erklären.
- Die Differenz von Liegenschaftszinssätzen und Basiszinsen schrumpft.
- Der Preisanstieg koppelt sich von der Zins- und Mietentwicklung ab.
- Die Eigenkapitalanforderungen sinken und das Kreditvolumen steigt an (kreditinduzierte Blase).
- Unvernünftige Marktreaktionen wie Portfoliozuschläge treten auf.
- Irrelevanz bisheriger Wertmaßstäbe und zu optimistischer Ansatz der Bewertungsparameter.
- Steuerliche Anreize führen zu Überinvestitionen (fiskalinduzierte Blase).

5 Aktuelle Entwicklungen

Derzeit schwächt sich das Wirtschaftswachstum wieder ab, Staatskrisen im EU-Raum und Einbrüche an den Aktienmärkten verstärken die Inflationsangst und die Flucht in Sachwerte. Das historische Niedrigzinsniveau

hält bisher weiter an. Ein starker Preisanstieg bei Eigentumswohnungen ist daher seit 2009/2010 zu beobachten: In Hamburg beispielsweise um rund 25%, in München um rund 15% (je in drei Jahren). Dies betrifft jedoch überwiegend Neubauwohnungen, während die Preise für Bestandswohnungen deutlich geringere Wertsteigerungen aufweisen. Aktuell hält dieser Trend weiter an. Im Münchener Markt fällt weiter auf, dass die (jeweils indexierten) Preise für Bauland für den Geschosswohnungsbau einen stärkeren prozentualen Anstieg als die Neubaupreise von Wohnungseigentum erfuhren (Gutachterausschuss für Grundstückswerte im Bereich der LHM (Landeshauptstadt München) 2011). Wenn man die Realisierungsdauer der Bauvorhaben berücksichtigt, so wäre durch die weiter gestiegenen Grundstückskosten noch ein weiterer Anstieg der Eigentumswohnungspreise zu erwarten. Wie weit diese Steigerungen noch am Markt durchsetzbar sind, wird die künftige Entwicklung zeigen. Die Mietentwicklung im Münchener Wohnungsmarkt hat dagegen in den letzten drei Jahren einen deutlich schwächeren Aufwärtstrend gezeigt (um 10%, LHM Referat für Stadtplanung und Bauordnung 2010).

Institutionelle Investoren haben weiterhin hohen Anlagedruck, sind jedoch auch sehr sicherheitsorientiert. Stark nachgefragt wird weiterhin das Core-Segment risikoarmer Immobilien in sehr guten Lagen, gleichzeitig ist aber auch ein Anstieg des Fremdfinanzierungsanteils zu beobachten.

6 Schlussbetrachtungen

In Boom- wie in Rezessionsphasen des Immobilienmarktzylkus sollten Transaktionsdaten kritisch hinterfragt und verstärkt Preisbildungsfaktoren und wirtschaftliche Rahmenbedingungen bei der Immobilienwertermittlung zugrunde gelegt werden. Die dargestellten Einflussfaktoren für die Preisbildung können helfen, Bewertungsparameter treffend zu wählen und zukünftige Entwicklungen adäquat in der Wertfindung einfließen zu lassen. Anzeichen von Blasenbildung oder Überhitzung sollten entsprechend Beachtung und Berücksichtigung finden. Der Vergleich mit langfristigen Durchschnittswerten kann hierbei wertvolle Erkenntnisse liefern.

Vergleichsdaten sollten aus ausreichend langen Zeiträumen abgeleitet werden, um Kurzfristausreißer nicht zu einer Marktveränderung hochzuspielen. Mittlere Bewertungszyklen von mindestens sechs Monaten in Kontrahenz zur deutschen Marktstabilität und Dauer der Transaktionsabwicklung sind zu kurzen Bewertungszyklen (drei Monate und weniger) vorzuziehen. Längere Bewertungszyklen wirken sich auch wegen der großen volkswirtschaftlichen Bedeutung des Immobilienmarktes stabilisierend auf die Gesamtwirtschaft aus, was ein eindeutig positiver Effekt ist.

Literatur

- Archner, G.: Forward valuation auf diffuser Sentimentbasis: Zukunft der RICS-Marktwertermittlung?, *Immobilien & Finanzierung* Nr. 22, 2009, S. 768–769.
- cesifo GmbH: www.cesifo-group.de/portal/page/portal/ifoHome/a-winfo/d1index/10indexgsk, letzter Zugriff 10/2011.
- Dreger, C., Kholodilin, K.: Spekulative Preisentwicklung an den Immobilienmärkten: Elemente eines Frühwarnsystems, *Wochenbericht des DIW Berlin* Nr. 37+38, 2011, S. 3–10.
- Fachgruppe Ausland des HypZert e.V.: *Studie Zeitreihen für Renditen und Bonds*, 1. Auflage Februar 2010.
- Gutachterausschuss für Grundstückswerte im Bereich der Landeshauptstadt München: *Der Immobilienmarkt in München*, Jahresbericht für 2010, Frühjahr 2011.
- IVG, *Marktreport Deutschland* 2011.
- Jaletzky, H.: *Aktuelle Nachbewertungen – muss ein Abschlag wirklich sein?*, *Immobilien & Finanzierung* Nr. 10, 2009, S. 329–331.
- Kholodilin, K. A., Menz, J.-O., Silverstovs, B.: *Immobilienkrise? Warum in Deutschland die Preise seit Jahrzehnten stagnieren*, *Wochenbericht des DIW Berlin* Nr. 17/2008, S. 214–220.
- Knepel, H.: *Inflationsangst trübt den Blick von Immobilieninvestoren, Immobilien & Finanzierung* 17, 2011.
- Landeshauptstadt München, *Referat für Stadtplanung und Bauordnung: Wohnungsmarktbarometer 2010*.
- Petersen, H.: *Was können wir von der Verkehrswertermittlung in der Bundesrepublik an Ergebnissicherheit erwarten?*, *GuG* Nr. 4, 2007, S. 203–208.
- Statistisches Bundesamt: www.destatis.de, letzter Zugriff 10/2011.
- Trappmann, H., Ranker, D.: *Fair Value von Immobilien in der Finanzkrise*, *GuG* Nr. 4, 2009, S. 193–194.
- Voigtländer, Demary, Gans, Meng, Schmitz-Veltin, Westerheide: *Wirtschaftsfaktor Immobilien – Die Immobilienmärkte aus gesamtwirtschaftlicher Sicht/Gutachten im Auftrag des Deutschen Verbandes für Wohnungswesen, Städtebau und Raumordnung e.V. und die Gesellschaft für Immobilienwirtschaftliche Forschung e.V. (ohne Datum – Erscheinungsjahr um 2009)*.
- Voigtländer, M.: *Die Stabilität des deutschen Immobilienmarktes*, *GuG* Nr. 1, 2010, S. 1–9.
- Werling, U.: *Bewerter-Dilemma: Fette Werte in dünner Luft*, *Immobilien Zeitung* 30.09.2010, S. 39.
- Wüst, B.: *Abwerten auf einen Schlag ist nicht mehr drin*, *Immobilienwirtschaft* Nr. 04/2011, S. 24–25.

Anschrift der Autorin

Dipl.-Ing. Sabine Schretter
Immobiliegutachterin CIS HypZert (F/M)
Mitglied im Arbeitskreis 6 »Immobilienwertermittlung« des DVW
Rümannstraße 61, 80804 München
sabine.schretter@freenet.de