

GfK

GfK GeoMarketing



## Thesenpapier zur Vertrauenskrise bei der Immobilienfinanzierung

*29. Oktober 2009*

# Thesenpapier zur aktuellen Vertrauenskrise bei der Immobilienfinanzierung

*Hamburg, den 29.10.2009 von Manuel Jahn und Olaf Petersen*

## Die Ursachen

- **Die gängigen Ratingmethoden haben versagt. Die Krise ist daher teils selbstgemacht durch leichtgläubige Rating- und Statistikgläubigkeit.**

Zwar finden immer bessere wissenschaftliche Methoden Einzug in die Immobilienbewertung, sie machen den Bewertungsprozess aber auch immer komplexer und intransparenter. Noch so gute Modelle bleiben anfällig für die Qualität der Eingangsdaten und der händischen Einstellung der Variablen. Der Bedarf des Investmentbankings an Daten, Kennzahlen und Ratings führte zur Ausbildung einer Datenelite, auf die weite Teile von Wirtschaft, Politik und Medien zurückgreifen müssen. Das Hauptproblem ist, dass die Modelle auf statistische Daten der Vergangenheit zurückgreifen und die Komplexität einer Immobilie mit standardisierten Zahlen nicht adäquat erfasst werden kann. Die wichtigsten Erfolgs- und Risikofaktoren von Immobilien bleiben in den Modellen systematisch unberücksichtigt. Schlicht deshalb, weil diese Faktoren mit standardisierten Daten gar nicht erfasst werden können.

- **Immobilienwerte sind allein mit mathematischen Gleichungen nicht angemessen zu beurteilen.**

Ratingmodelle von Statistikern und Sachverständigen beruhen auf der wenig realitätsnahen Sichtweise, dass Märkte dem Gleichgewicht zustreben und Menschen dem homo oeconomicus zuzurechnen wären. Die vielfältigen Abhängigkeiten einer Immobilie und deren künftige Wertentwicklungspotenziale sind jedoch häufig nicht klar erkennbar, erfordern ein hohes Maß an Expertenwissen und unterliegen gewissen subjektiven Einschätzungen.

- **Das Ausmaß der aktuellen Kredit- und Vertrauenskrise ist zu einem guten Teil auch mit einem verhaltensorientierten Ansatz erklärbar.**

Rudelmeinungen, die Aussicht auf schnell realisierbare Profite und hoher zeitlicher Druck bei der Ankaufsprüfung führten bei vielen Deals zu Überbewertungen, fütterten den Hype und endeten im Platzen der Preisblase. Aktuell ist das Gegenteil zu verzeichnen: Wie Anleger und deren Dienstleister in Wachstumsphasen zu Optimismus, Chancenoptimierung und Best-Case Szenarien neigen, so drastischer wenden sie sich in Abschwungphasen Pessimismus, Risikominimierung und Worst-Case-Szenarien zu. Die Brillengläser sind rosa oder schwarz, nur eben nicht klar.

- **Aktueller Marktwert ist nicht künftiger Marktwert.**

Ein Grundproblem bei der Bewertung und Einschätzung von Immobilien ist der weit verbreitete Glaube, dass der aktuelle Marktpreis Rückschlüsse auf die weitere Entwicklung zuließe. Tatsächlich läuft der Markt immer nur hinterher und sagt nicht, wie zu handeln ist, sondern nur, wie man hätte handeln sollen.

- **Immobilien sind keine schnelldrehende Handelsware, werden aber so behandelt.**

In dem Maße wie das Investmentbanking Interesse an der Anlageklasse Immobilie entwickelte und das träge und langfristige Hypothekengeschäft mehr und mehr durch das marktorientierte, in verschiedene Wertschöpfungsstufen zerlegte Investmentgeschäft verdrängt wurde, wuchs die Notwendigkeit, die höchst individuellen Merkmale von Immobilien anhand standardisierter Verfahren schnell bewertbar zu machen. Im aktuellen Abschwung zeigt sich die Kehrseite der gängigen LTV (loan-to-value)-Steuerung: Abwertungen auch nur auf dem Papier - ob gerechtfertigt oder nicht - können zu einem Bruch der Covenants und damit leicht zu einer Vertragsverletzung zwischen Eigentümer und Gläubiger führen, der sofort Klärungs-, Prüfungs- und sonstigen Aufwand induziert. Das ursprünglich recht ruhige Immobiliengeschäft wird somit zum Spielball volatiler Märkte.

## Wege aus der Krise

- **Zahlenratings mit Immobilien-Sachverstand und -Erfahrung ergänzen und überprüfen!**

Unumstritten haben die neuen Märkte rund um die Immobilienfinanzierung die Immoblie als solches erst zu einem attraktiven, im größeren Rahmen handelbaren Anlageobjekt auch zum Wohle der Volkswirtschaften gemacht. Allerdings gilt es, einem Kernproblem zu Leibe zu rücken, das ganz essentiell dafür ist, ob das Vertrauen wieder zügig in die Märkte zurückkehrt: dem bisherigen Mangel an immobilienpezifischen Bewusstsein und Fachwissen. In außergewöhnlichen Marktphasen ist weniger Mathematik und Rating gefordert, sondern verstärkt intellektuelle Leistung, hinreichendes Fachwissen und ausgiebige Praxiserfahrung. Lage-, Objekt-, Mieter- und Mietvertragsqualität sollten wieder im Mittelpunkt einer ganzheitlichen Betrachtung der Immobilie stehen. Höhere Finanzmathematik kann nur ein Werkzeug sein, nicht aber die klassische Vertrauensbeziehung zwischen Bank und Kreditnehmer ersetzen oder den Sachverstand und die Erfahrung neutraler Standort- und Marktgutachter negieren.
- **„Nachhaltigen Wert“ prüfen lassen und nachhaltig denken!**

Wir möchten daran erinnern, dass der § 194 BauGB in ungewöhnlichen Situationen wie z.B. Marktüber- oder -untertreibungen durchaus Spielraum für eine differenzierte, sprich Einzelfallbetrachtung der Immobilie zulässt, die nach begründetem Ermessen des Bewerbers grundsätzlich auch zu einem Ergebnis "gegen den Markt" führen kann. Der Paragraph zur Verkehrswertermittlung setzt nämlich ausdrücklich voraus, dass ein Preis angesetzt werden muss, der unter der Voraussetzung von "gewöhnlichem Geschäftsverkehr [...] ohne Rücksicht auf ungewöhnliche Verhältnisse" zu erzielen wäre. Gerade der Immobilienmarkt bietet die Möglichkeit, das dingliche Objekt mit eigenen Augen zu inspizieren. Anders als bei Massenprodukten oder Dienstleistungen kann man die Immobilie auf Herz und Nieren prüfen. Welches Handelsgut kann sonst besser auf Nachhaltigkeit hin begutachtet werden? Aus diesem Grunde sei allen Akteuren auf dem Immobilienmarkt geraten, den Marktzyklen etwas Gelassenheit entgegenzubringen und stattdessen auf die individuellen und fundamentalen Stärken adäquater Immobilien zu setzen. Übersetzt in die aktuelle politische Diskussion heißt das: Weg vom Shareholder Value hin zum Kunden- und Produktnutzen.
- **Portfolioobjekte einzeln bewerten lassen!**

Wo Objekte in Hochpreisphasen mit kurz laufenden Mietverträgen erworben wurden, werden im Zuge der Nachbewertung für einige Assets Abschläge zwar unvermeidlich sein, eine pauschale Abwertung ganzer Portfolios dürfte allerdings nur in den seltensten Fällen fundamental gerechtfertigt sein. Die Einzelfallbetrachtung auch von Objekten, die in großen Immobilienportfolien "versteckt" sind, bietet für Banken und Investoren Perspektiven, auch bei bereits gebrochenen Covenants Durchblick und Entscheidungssicherheit zu behalten.
- **Konzentration auf aktives Bestandsmanagement, Konzeptoptimierung und Nachvermietung sichert Cash-Flows!**

Angesichts des schwachen Transaktionsmarktes, schwieriger Preisbildungen und ungünstiger Bewertungen müssen einige Portfolien und Immobilien nun erheblich länger gehalten werden als ursprünglich geplant. Daher rückt die Sicherung des Cashflows aus Mieteinnahmen in den Fokus von Eigentümern und Banken. Aktives Bestandsmanagement, Konzeptoptimierung und Nachvermietung sind die Leistungen der Stunde, um den Kapitaldienst bis zur Wiederkehr besserer Zeiten leisten zu können. Wenn das Businessmodell auf das Trading von Immobilienpaketen statt auf die aktive Bestandsentwicklung ausgerichtet ist, stellt die Einbindung von Spezialisten sicher, in die richtige Richtung zu arbeiten. Aspekte, die beim Erwerb möglicherweise nicht im Mittelpunkt der Due Diligence standen, wie die Nachhaltigkeit des Cashflows, die Vermietbarkeit, planungsrechtliche Restriktionen oder die räumlichen Allokationen, können so gezielt aufgearbeitet und sinnvolle Maßnahmen abgeleitet werden.

## **Die Autoren:**

### **Manuel Jahn**

Manuel Jahn verantwortet als Real Estate und Investment Berater die Betreuung der Kundengruppe Investoren und Finanzierer bei GfK GeoMarketing. Nach langjähriger Praxiserfahrung als Projektentwickler für Shoppingcenter im Verbund der Westdeutschen ImmobilienBank und seit 2004 für GfK GeoMarketing tätig, hat er durch Standort- und Objektberatungen in ganz Europa eine umfassende Kenntnis der Situation der Immobilienbranche.

### **Olaf Petersen**

Olaf Petersen ist Mitglied des Management Boards von GfK GeoMarketing und leitet den Bereich Real Estate Consulting. Er ist seit 1998 im Bereich der Standort- und Immobilienforschung bei der GfK tätig. In seiner Funktion als Beirat der Immobilienweisen der Immobilienzeitung sowie als Beirat des GCSC German Council of Shopping Centers ist er fest in der Verantwortung für die Immobilienwirtschaft verankert. Zuvor war Olaf Petersen Chefvolkswirt des Handelsverbands BAG.

### **Über GfK GeoMarketing**

GfK GeoMarketing ist im Geschäftsbereich Real Estate Consulting einer der führenden Anbieter für wirtschaftlich unabhängige Beratungsleistungen zu Immobilien und Standorten. GfK GeoMarketing erstellt Studien und Gutachten für Kunden aus den Bereichen Handel, Kommunen, Investoren und Banken sowie Projektentwickler. Mehr unter [www.gfk-geomarketing.de/rec](http://www.gfk-geomarketing.de/rec)

### **Kontakt:**

Cornelia Lichtner

Public Relations

[c.lichtner@gfk-geomarketing.com](mailto:c.lichtner@gfk-geomarketing.com)

Tel: +49 (0)7251 9295 270

(V.i.S.d.P.)

GfK GeoMarketing GmbH  
Werner-von-Siemens-Str. 9  
Gebäude 6508  
76646 Bruchsal  
Telefon: +49(0)7251/9295-200  
Telefax: +49(0)7251/9295-290  
[www.gfk-geomarketing.de](http://www.gfk-geomarketing.de)  
[info@gfk-geomarketing.com](mailto:info@gfk-geomarketing.com)



**GfK GeoMarketing**