

# Wertermittlung von Immobilienportfolien

Transaktionen von Portfolien wohnwirtschaftlich und gewerblich genutzter Immobilienportfolien und deren Finanzierung, aber auch die Verbriefung und strategische Portfoliosteuerung im Immobilien Asset Management gewinnen zunehmend an Bedeutung. Dabei ist stets eine Bewertung des Portfolios zum Stichtag notwendig, die – ergänzt um ein Markt- und Objektrating – auch Aussagen zur künftigen Entwicklung, der enthaltenen Immobilien mit ihren Chancen und Risiken erlaubt.

Abhängig von den Bewertungszielen reichen die Verfahren von der Massen- und Desktop- über die Paket- bis hin zur aggregierten Einzelbewertung. Die Vorgehensweise insbesondere auch im Fall der Verbriefung wird im folgenden Beitrag beispielhaft erläutert.

RAYMOND TROTZ UND ARNO SCHENKEL

---

Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG, München

## Immobilienportfolien im Markt

Im Jahr 2004 wechselten die Portfolios der größten Berliner Wohnungsbaugesellschaft GSW mit rund 70.000 Wohnungen und der Gagfah (Immobilien der BfA) mit rund 80.000 Wohneinheiten den Eigentümer. Diese Transaktionen gelten als exemplarisch für herausragende Portfolioverkäufe; aber auch weitere große, meist kommunale Wohnungsbestände fanden neue Eigentümer. Im Mai 2004 wurde gemeldet, dass einer der größten privaten Immobilieninvestoren Großbritanniens in den nächsten vier Jahren 30.000 bis 50.000 Wohnungen in Deutschland erwerben will.

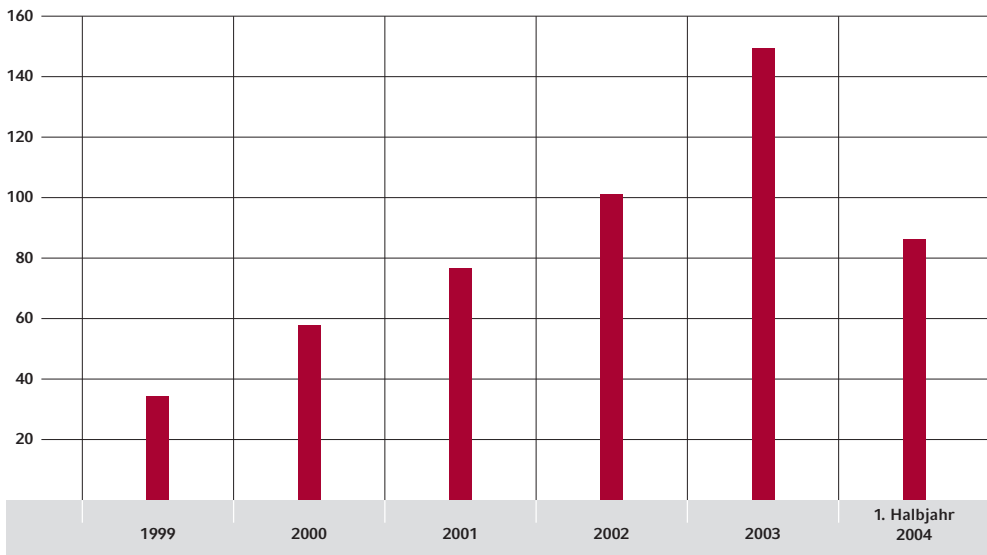
Gewerblich genutzte Objekte werden ebenso in Portfolios gebündelt und am Markt angeboten. Hier sind stellvertretend Telekom, ABB, Siemens und Metro zu nennen. Diese publikumswirksamen Meldungen der Medien über Portfoliotransaktionen stehen im Rampenlicht des öffentlichen Interesses, denn große Immobilienverkäufe sind meist im Zusammenhang mit unternehmensrelevanten Veränderungen zu sehen.

Neben den tatsächlichen Immobilientransaktionen werden auch Darlehen an Immobilienportfolien im Rahmen der Verbriefung verkauft. Während der deutsche Markt fast ausschließlich durch synthetische Transaktionen gekennzeichnet ist, zeigt sich im übrigen Europa die nahezu spiegelbildliche Struktur. Die folgende Abbildung zeigt das in Europa umgesetzte Volumen an True-Sale-Transaktionen.

Abbildung 1:

### Volumen im Rahmen der Verbriefung in Europa (True-Sale-Transaktionen)

in Mrd. €



Quelle: HVB Global Market Research

Wie bei jedem Immobilienkauf werden auch bei einer Portfoliotransaktion mehrere Bewertungen desselben Gegenstandes durchgeführt, vom Verkäufer sowie von einem bzw. mehreren potenziellen Käufern und deren finanzierungsbereiten Banken.

## Anlässe der Portfoliobewertung

---

Als Auslöser für die Bewertung eines Immobilienportfolios gibt es verschiedene Anlässe. Im Einzelnen sind es:

- **Transaktion**  
Bei einer Portfoliotransaktion, egal ob „asset deal“ (Verkauf der Immobilien) oder „share deal“ (Verkauf von Anteilen eines Unternehmens mit Immobilien), ist es für den Verkäufer wie auch für den Käufer für die Kaufpreisverhandlungen unverzichtbar, eine Wertvorstellung zum Portfolio zu entwickeln.
- **Finanzierung**  
Das finanzierende Institut, welches die Transaktion begleitet, benötigt für die Kreditentscheidung eine Wertaussage über die Immobiliensicherheiten hinsichtlich ihrer Qualität und Entwicklungspotenziale.
- **Portfolioanalyse**  
Um die optimale Strategie für ein Bestandsportfolio zu finden, sind die Wertermittlungen der einzelnen Immobilien wie auch des gesamten Portfolios ein wesentlicher Baustein bei der Portfolioanalyse. Sie unterstützen zudem die Entscheidung über die Strategie im Rahmen der Sanierung oder Abwicklung eines Immobilienbestandes.
- **Bilanzierung**  
Kapitalmarktorientierte Unternehmen sind ab 1. Januar 2005 dazu verpflichtet, ihre Konzernabschlüsse nach den Regeln der International Accounting Standards (IAS) bzw. International Financial Reporting Standards (IFRS) zu erstellen. Sowohl selbstgenutzte als auch zur Investition gehaltene Immobilien müssen entweder nach dem Anschaffungskostenmodell („cost model“) oder nach dem „fair value model“ bewertet werden. Der nach diesem Modell zu ermittelnde „beizulegende Zeitwert“ entspricht in der Regel dem Marktwert. Die Marktwerte sind jährlich zu überprüfen.
- **Unternehmensveränderungen**  
Bewertung von Immobilien, die bei Fusionen eingebracht oder bei Abspaltungen abgegeben werden.
- **Verbriefung**  
Im Rahmen der Securitisation sollte das Immobilienportfolio gemäß der Europäischen Bewertungsstandards (European Valuation Standard, EVS) der TEGoVA\*, dem sog. Blue Book, hinsichtlich seines Marktwertes und seines Sustainable Net Asset Value (nachhaltiger Wert, den ein Objekt voraussichtlich langfristig erreichen oder behalten wird; in Deutschland: Beleihungswert) bewertet werden.

## Markt- und Objektrating für Portfolien

---

Neben der reinen Bewertung kann das Markt- und Objektrating eine zweite wesentliche Information liefern. Während mit der Marktwertermittlung ein wahrscheinlich zu erzielender Preis für die Immobilie zum Stichtag ermittelt wird, liefert das Rating eine Aussage über die zukünftige Entwicklung der Immobilie gegenüber vergleichbaren Objekten. Mit Hilfe des Markt- und Objektratings wird die nachhaltige Qualität von Immobilien in ihrem jeweils relevanten Markt dargestellt. Maßstab der Qualität ist die mittelfristige

\* The European Group of Valuers' Associations (Dachverband der europäischen Immobilienbewerterverbände)

Verkäuflichkeit der Immobilie zu einem dann angemessenen Preis zwischen Experten, denen alle Markt- und Objektinformationen zur Verfügung stehen. Die Aussage über die Zukunft der einzelnen Immobilien innerhalb eines Portfolios dient dem Portfolio-Management, also der risiko- und chancenorientierten Steuerung eines Immobilienbestandes. Nachdem die Schwächen und Stärken der einzelnen Objekte identifiziert sind, kann unter evtl. Berücksichtigung weiterer Parameter, die unabhängig von der Immobilienbewertung und des Markt- und Objektratings sind, eine Strategie „Halten und Investieren“, „Selektieren und Entwickeln“, „Desinvestieren“ erarbeitet werden.

Zum anderen ist das Rating ein wirksames Instrument, um Risiken oder auch Chancen aufzudecken, die durch die Struktur des Portfolios entstanden sind. Will man beispielsweise die Risiken eines Portfolios im Hinblick auf bestimmte Parameter diversifizieren, so kann der Immobilienbestand nach allen Variablen, die einer Immobilie zugeordnet sind, überprüft werden. Beispielsweise wäre interessant zu prüfen, wie viele Immobilien in fallenden Märkten liegen. Möchte man die Chancen eines Portfolios erkennen, so kann der Immobilienbestand beispielsweise nach den Variablen Bauzustand und Mietsteigerungspotenzial durchsucht werden. Mit Hilfe dieser Informationen können mögliche Investitionen zu Objekten in schlechtem Zustand mit Mietsteigerungspotenzial gelenkt werden.

### Vorgehensweise bei der Portfoliobewertung

Stets sind es die Portfoliozusammensetzung sowie das Bewertungsziel, die letztendlich über die anzuwendenden Bewertungsverfahren entscheiden. Die Bandbreite ist hier enorm: sie reicht bei der Portfoliobewertung von der Massen- oder Desktopbewertung mit – relativ zum Bewertungsvolumen – geringstem Ressourceneinsatz über die Paketbewertung bei homogenen Portfoliozusammensetzungen bis hin zur aggregierten Einzelbewertung, also der sachverständigen Einzelbewertung in Anlehnung an die international harmonisierten Standards der Marktwertermittlung. Bei jedem Verfahren gibt es verschiedene Blickwinkel, unter denen unterschiedliche Marktteilnehmer den für sie akzeptablen Preis ermitteln. So führt z. B. ein potenzieller Käufer eines Portfolios bestehend aus Mehrfamilienwohnhäusern aus der Sicht des Bestandhalters seine Berechnungen zur Ermittlung eines angemessenen Preises auf Ertragswertbasis mit der von ihm gewünschten Rendite durch. Ein Aufteiler dagegen sieht den für ihn angemessenen Preis als Summe der Einzelerlöse abzüglich der aufzuwendenden Kosten sowie eines angemessenen Prozentsatzes für Gewinn und Wagnis.

Die Bewertungsverfahren sind in ihrer Aussagequalität natürlich unterschiedlich, allerdings auch die aufzubringenden Ressourcen.

#### Abbildung 2:

**Dilemma zwischen Ressourceneinsatz und Risikominimierung** (in Anlehnung an M. Brühl)



Unabhängig von der Nutzung der Desktopbewertung oder der aggregierten Einzelbewertung, wird der Marktwert eines Portfolios in den seltensten Fällen der Summe seiner Einzelwerte entsprechen. In den meisten Fällen wird der Käufer bereit sein, nur einen niedrigeren Preis zu bezahlen. Dies hat verschiedene Gründe, die wichtigsten sind im Folgenden aufgeführt:

- Allein aufgrund der Anzahl von Objekten wird ein Investor in der Regel einen „Mengenabschlag“ vornehmen.
- Portfolios sind oft so zusammengestellt, dass sie auch minderwertige Immobilien enthalten, welche als Einzelobjekt auf dem Markt nicht platzierbar wären. Als Bestandteil eines Portfolios muss der Investor diese Immobilien aber abnehmen.
- Die Monostruktur eines Portfolios kann risikobedingte Abschläge notwendig machen. So kann beispielsweise ein Portfolio aus Immobilien bestehen, die von dem identischen Mieter genutzt werden (Sale-and-lease-back-Transaktionen). Ein anderes Portfolio kann bezüglich seiner objektspezifischen Zusammensetzung (eine Objektart) oder seiner regionalen Monostruktur (Mehrfamilienhäuser nur in einer Stadt wie z.B. das „GSW-Portfolio“ in Berlin, welches im Frühjahr 2004 den Eigentümer wechselte) wegen des erhöhten Risikos und der Forderung einer entsprechend hohen Rendite nur mit einem entsprechenden Preisabschlag gehandelt werden. Das in der Portfoliozusammensetzung begründete Klumpenrisiko (positive Korrelation) muss in einer Risikoprämie, also der Rendite ausgedrückt werden.

Es kann auch zu Portfolioaufschlägen kommen, die beispielsweise strategischer Natur sind, oder in der optimalen Diversifikation des Portfolios (z.B. negative Korrelation der Mieterbranchen) ihre Ursache haben. Die Bewertungspraxis zeigt, dass die Ermittlung des entsprechenden Ab- oder ggf. Zuschlags aufgrund der genannten Portfolioeigenschaften eine größere Herausforderung darstellt als die Bewertung der einzelnen Objekte selbst. Die Anzahl von Objekten stellt lediglich Anforderungen an den Mitteleinsatz (manpower) oder an intelligente Bewertungstools.

Bei der Paketbewertung beispielsweise besteht eine weitere Herausforderung in der Bildung homogener Pakete (Cluster) und in der Homogenisierung der Bewertungsansätze. Sofern für die Immobilien ein Markt- und Objektrating vorhanden ist, kann mit dessen Hilfe die Bildung der Cluster über mehrere Variable durchgeführt werden. Ohne Rating müssen Variablen gefunden werden, die aus den Angaben der Kunden und dem Know-how der Bewerter stammen und mit denen signifikant unterschiedliche Cluster gebildet werden können.

Die Aufgabe der Homogenisierung von Bewertungsansätzen soll an einem theoretischen und vereinfachten Beispiel dargestellt werden.

### **Ausgangsbasis:**

Bewertet werden soll ein Wohnungsportfolio, das über ganz Deutschland verteilt ist. Es handelt sich um Geschosswohnungsbau in einfachen bis guten Lagen. Die Objekte sind zwischen 1930 und 1985 hergestellt, es besteht aus Wohnungsanlagen zwischen sechs und 500 Einheiten in Zwei- bis Zehngeschossern. Notwendige Renovierungs- und Modernisierungsarbeiten sind durchgeführt worden. Der Bauzustand und die Ausstattungsqualität sind demnach, wie für große Wohnungsportfolios typisch, gemischt (sukzessive Instandhaltung), aber ohne gravierende Bauschäden. Ein Teil des Wohnungsbestands ist öffentlich gefördert. Die Wohnungsmieten liegen etwas unter der Marktmiete, ein Teil der Anlagen hat Aufteilungspotenzial.

### Bewertungsansatz „Zins“:

Der in der Marktwertermittlung des Portfolios angesetzte Zins wird nach folgenden Variablen gebildet:

#### Variable 1: „Regionalgruppe“

Allen Städten (= Regionen) mit zu bewertenden Objekten wird ein den Marktverhältnissen dieser Region entsprechender Basis-Marktwertzinssatz für gute Lagen zugeordnet. Es gibt vier Regionalgruppen:

Regionalgruppe	Basis-Marktwertzins
1	5,0%
2	5,0%
3	5,25%
4	5,75%

#### Variable 2: „Lage“

Die Lageeinteilung der Immobilien erfolgt nach „einfach“, „mittel“ und „gut“. Je nach Lageurteil erfolgt ein Zuschlag auf den Basis-Marktwertzins, wobei die Spreizung des Zuschlags abhängig von der Regionalgruppe ist (Regionalgruppe 1 gegenüber Regionalgruppen 2 – 4). Somit bekommt z.B. eine einfache Lage in der Regionalgruppe 4 einen höheren Zuschlag als die einfache Lage in der Regionalgruppe 1. Die Marktwertzinssätze nach „Lagezuschlag“ sind in folgender Tabelle dargestellt.

Regionalgruppe	Marktwertzins in guter Lage	Marktwertzins in mittlerer Lage	Marktwertzins in einfacher Lage
1	5,0%	5,25%	5,5%
2	5,0%	5,375%	5,75%
3	5,25%	5,625%	6%
4	5,75%	6,125%	6,5%

#### Variable 3: „Größe der Anlage“

Für große Wohnanlagen wird ein Zuschlag auf den Marktwertzins vorgenommen. Als große Wohnanlage können Immobilien identifiziert werden, für die die folgenden drei Bedingungen kumulativ gelten:

- mindestens 30 Wohneinheiten
- mindestens 11 Wohneinheiten/Eingang
- mindestens 6 Geschosse

Je nach Lageurteil erhalten Großanlagen folgenden Zinszuschlag:

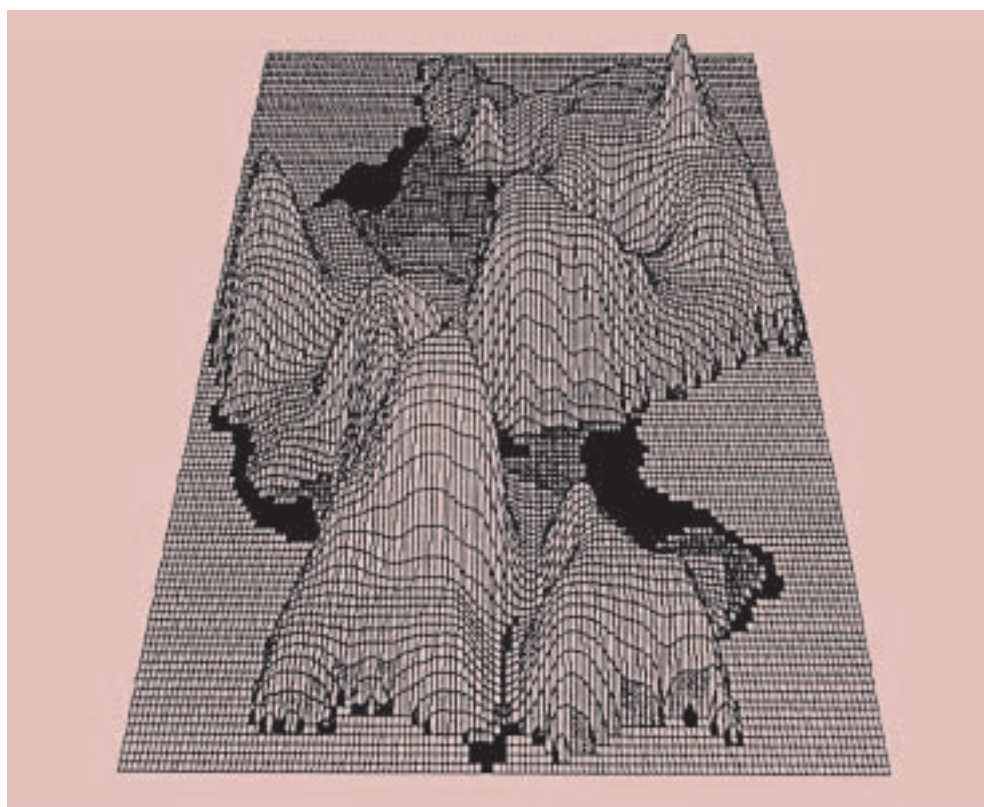
Lage	Zinszuschlag
gut	0,25%
mittel	0,375%
einfach	0,5%

Dieses theoretische Beispiel stellt die Herleitung des Zinssatzes als Teilausschnitt einer Portfoliobewertung dar. Teilausschnitt deswegen, weil aufgrund der oben genannten Daten im Punkt „Ausgangsbasis“ ggf. noch Zuschläge bei Objekten mit Sozialbindung vorgenommen werden müssten. Ein Abschlag wegen des genannten Aufteilungspotenzials oder Underrents könnte ebenfalls vorgenommen werden, jedoch ist zu beachten, dass zum Bewertungszeitpunkt die vertraglichen Regelungen zum Mieterschutz oft noch nicht bekannt sind.

Weitere zu bestimmende Bewertungsparameter wären die Bewirtschaftungskosten und die Restnutzungsdauer. Ein wie oben beschriebenes Markt- und Objektrating kann aus den kundenseitigen Eingangsdaten, deren sachverständigen Interpretation sowie den Besichtigungsergebnissen von Stichproben erzeugt werden.

Mit einem modernen Bewertungssystem kann nicht nur der Wert des Portfolios, sondern auch ein überschlägiger Wert für jedes einzelne Objekt ermittelt werden. Als Ergebnis kann dann aus der Kombination der Einzelwerte mit dem jeweiligen Markt- und Objektrating eine marktrisikogewichtete Portfoliokarte erzeugt werden.

**Abbildung 3:**  
**Marktrisikogewichtete Portfoliokarte**



Quelle: Lausberg, C., Das Immobilienmarktrisiko deutscher Banken, Stuttgart 2001

Eine Darlegung, wie die unterschiedlichen Verfahren zur Bewertung von Portfolios im Einzelnen funktionieren und eine nähere Erläuterung der jeweiligen Methodik, würde den Rahmen dieses Beitrags sprengen. An dieser Stelle kann nur ein kleiner Ausschnitt der Bewertungsaufgabe dargestellt werden. Ebenso wenig kann auf jeden der oben genannten Anlässe der Bewertung eines Portfolios eingegangen werden. Stellvertretend soll ein Motiv näher erläutert werden.

## Bewertung von Immobilienportfolien bei der Verbriefung

Die Immobilienbewertung sowie Bewertung von Markt- und Objektrisiken im Rahmen der Verbriefung ist 2003 in die „Europäischen Bewertungsstandards“ (Blue Book) der TEGoVA als Leitlinie 14 eingegangen. In dieser Leitlinie werden zwar nicht die verschiedenen Bewertungsmethoden von Immobilienportfolien erläutert, aber es werden die unterschiedlichen Vorgehensweisen bei der Portfoliobewertung je nach ihrer Zusammensetzung sowie die Zeitpunkte der Bewertung und der Risikoeinschätzung (Markt- und Objektrating) genannt. Das Blue Book kennt in diesem Zusammenhang drei verschiedene Portfolien, deren Merkmale in folgender Abbildung aufgezählt sind.

Abbildung 4:  
Die drei Arten von Hypothekendarlehensportfolien gemäß TEGoVA, Leitlinie 14

<b>Wohnwirtschaftliches Portfolio von Darlehen an Privatkunden</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ max. 3 Wohneinheiten bei einem Darlehensnehmer</li> <li>▶ in der Regel private Investoren</li> <li>▶ mehrere hundert oder tausend Einheiten</li> </ul>
<b>Wohnwirtschaftliches Portfolio</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ mehr als 3 Wohneinheiten bei einem Darlehensnehmer oder Wohnhäuser mit mehr als 3 Wohnungen</li> <li>▶ in der Regel kommerzielle Investoren</li> <li>▶ in der Regel weniger als 200 Objekte</li> </ul>
<b>Gewerbliches Portfolio</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ gewerblich genutzte Objekte oder Mischobjekte mit gewerblichem Ertragsanteil &gt; 30%</li> <li>▶ in der Regel kommerzielle Investoren</li> <li>▶ in der Regel weniger als 100 Objekte</li> </ul>

### Zeitpunkt der Bewertung und Risikoeinschätzung

Zur Schaffung der notwendigen Transparenz wird eine zweistufige Vorgehensweise, die unterteilt ist in eine klassische Bewertung des Objekts und eine Einschätzung des jeweiligen Objektisikoprofils, zu folgenden Zeitpunkten empfohlen:

- zum Finanzierungszeitpunkt
- zum Zeitpunkt des Transfers der Hypothekenforderungen an die Zweckgesellschaft (Special Purpose Vehicles/SPV)
- laufende Überprüfung während der Ausplatzierung

Sofern bei der Finanzierung weder eine Marktwertermittlung und Ermittlung des Sustainable Net Asset Value noch eine Risikoeinschätzung durchgeführt wurden, sind diese zum Zeitpunkt des Transfers notwendig. Lagen die entsprechenden Werte und Angaben zum Finanzierungszeitpunkt bereits vor, werden die bestehenden Wertermittlungen sowie das Rating im Zuge des Transfers auf ihre Gültigkeit überprüft.

Die Vorgehensweise der laufenden Überprüfung verläuft analog zur Bewertung bzw. Aktualisierung von Risikoprofilen zum Zeitpunkt des Transfers der Hypothekenforderungen an das SPV, jedoch reduziert sie sich auf eine Überprüfung und eventuelle Aktualisierung.



## Vorgehensweise bei der Portfoliobewertung und der Risikoeinschätzung

Während für das wohnwirtschaftliche und gewerbliche Portfolio von Investoren eine aggregierte Einzelbewertung vorgeschlagen wird, empfiehlt die Leitlinie 14 für die wohnwirtschaftlichen Portfolien von Darlehen an Privatkunden eine vereinfachte Vorgehensweise, wie sie im Folgenden kurz beschrieben ist:

- Mit Hilfe einer Clusteranalyse wird das Gesamtportfolio in homogene Cluster aufgeteilt.
- Die Werte der einzelnen Objekte eines Clusters werden unter Berücksichtigung der wertbestimmenden Parameter mit Hilfe eines vereinfachten Verfahrens (Zeilenbewertung) überprüft bzw. – sofern noch keine Objektwerte ermittelt worden waren – bestimmt (Marktwert und Sustainable Net Asset Value).
- Zusammenfassung der Einzelwerte zu einem Marktwert und Sustainable Net Asset Value für das Cluster. Für jedes Cluster wird eine Risikoeinschätzung durchgeführt.
- Aus den Werten der Cluster werden der Marktwert und der Sustainable Net Asset Value sowie das Risikoprofil des Gesamtportfolios abgeleitet.

Die Bewertung für grenzüberschreitende Immobilientransaktionen erfordert eine Harmonisierung der Bewertungsparameter und zeigt die Notwendigkeit von Standards auf europäischer Ebene.

## Harmonisierung der Bewertungsparameter

Bei grenzüberschreitenden Immobilienportfolien ist für den Investor oder dessen finanzierendes Institut die Vergleichbarkeit der einzelnen Immobilien in unterschiedlichen Ländern für Investitions- und Desinvestitionsentscheidungen bzw. Finanzierungsentscheidungen von außerordentlicher Wichtigkeit. Die unmittelbare Vergleichbarkeit ist aber nur dann gegeben, wenn die Kennzahlen (wie z.B. „Marktwert in €/m<sup>2</sup>“ oder „Rendite“) in einem Maßstab dargestellt werden. So ist z.B. die Rendite eines englischen Objektes (sie beinhaltet die nicht umlagefähigen Bewirtschaftungskosten/BWK und ignoriert die Restnutzungsdauer/RND aus deutscher Sicht) nicht mit dem Liegenschaftszins einer deutschen Immobilie zu vergleichen. Aber auch innerhalb von Deutschland ist eine Harmonisierung wertrelevanter Parameter notwendig. So ist z.B. die Aussage: „Miete/m<sup>2</sup>“ erst dann eindeutig, wenn sowohl der verwendete Mietbegriff als auch der verwendete Flächenbegriff definiert sind.

Um diese Harmonisierung zu ermöglichen, muss die Relation der einzelnen Begriffe eines Parameters ermittelt und dargestellt werden.

Beispiel für übliche Bürogebäude ab Baujahr 1980:

$$GF \times 0,85 = \text{Mietfläche nach Gif}$$

$$\text{Mietfläche nach Gif} / 0,85 = GF$$

Die Relationen aller wertrelevanten Einflussgrößen sind die tragenden Säulen eines Systems, welches alle national unterschiedlichen Parameter auf einen – je nach Wunsch des Anwenders – einzustellenden Maßstab bringen.

## Ausblick

---

Basel II schreibt den Banken im Bereich der Sicherheitenüberwachung ein permanentes „Monitoring“ sowie eine Neubewertung der Sicherheiten in regelmäßigen Zeitabständen und bei besonderen Ereignissen im Zusammenhang mit der Kreditgewährung vor. Für die Immobilien als Kreditsicherheit heißt das nichts anderes als die ständige Beobachtung des gesamten Immobilienportfolios und dessen Wertermittlung in wiederkehrendem Turnus. Hier wird die große Herausforderung der nächsten Jahre liegen, denn es wird sich um Bestandsmengen handeln, die nur noch durch ein ausgeklügeltes Bewertungssystem mit der Verknüpfung zum Markt- und Objektrating bewältigt werden können. Dabei wird auch wichtig sein, die jeweils objektadäquate Bewertungsmethodik zu finden. Es wird immer Immobilien geben, deren Wertermittlung auf Einzelbasis durchgeführt werden muss, aber es wird auch immer große Mengen von Immobilien geben, deren Monitoring und Marktwertfortschreibung auf vereinfachtem Weg bewerkstelligt werden können.