

Risikoanalyse von Immobilieninvestments

■ von Dipl.-Ing. (Assessor) Christian Sauerborn

Ein wichtiges Kriterium bei der Entscheidung für oder gegen einen Kapitaleinsatz ist die Kenntnis, welche Werte im Extremfall in einer freihändigen Zwangsveräußerung noch realisiert werden könnten. Sprengnetter Immobilienbewertung hat diese aktuellen Mindestwerte für deutsche Wohnimmobilien abgeleitet.

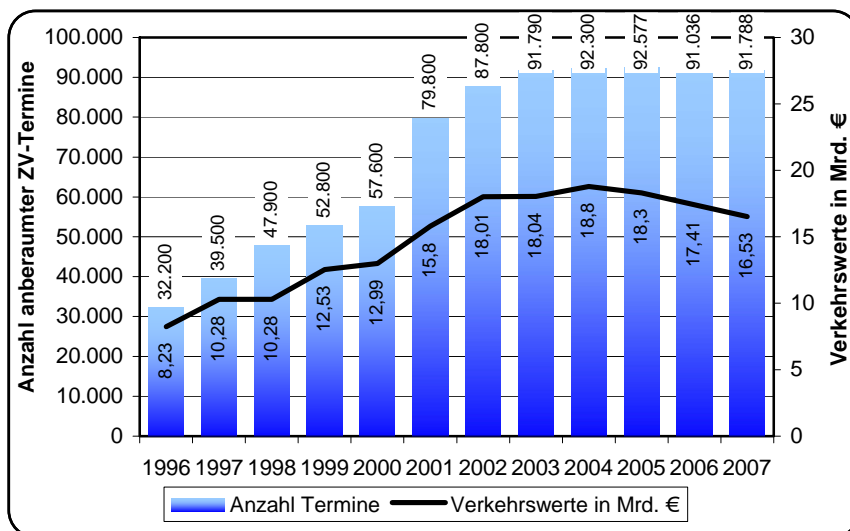


Abb. 1: Entwicklung der Zwangsversteigerungen (Quelle argetra GmbH)

1 Immobilienmärkte unter Druck

Ausdrücke wie „non performing loans“ oder „Subprime-Krise“ sind heutzutage schon beinahe Standardvokabular in deutschen Tageszeitungen und TV-Nachrichten. Die Entwicklungen auf dem US-amerikanischen Immobilienmarkt wirken sich mittlerweile auch auf Deutschland spürbar aus. Wenn große Bankhäuser in Schwierigkeiten geraten, lässt das in Zeiten zunehmender Vernetzung und Globalisierung auch den deutschen „Häuslebauer“ nicht kalt. Zinsentwicklungen auf der einen und Verkäufe von Hypothekendarlehen an teilweise aggressiv auftretende Investoren auf der anderen Seite haben die bis dahin eher ruhige Landschaft der deutschen Wohnimmobilienwirtschaft in Aufregung versetzt. In Deutschland bewegt sich die Zahl der Zwangsversteigerungstermine, als einem Indikator dieser Entwicklung, mit über 90.000 pro Jahr auf einem hohen Niveau (Quelle: argetra GmbH). Bei einer Summe der Verkehrswerte von 16,53 Mrd. Euro kann in einigen Gegenden Deutschlands schon beinahe von einem eigenen „Teilmarkt Zwangsversteigerung“ gesprochen werden.

2 Mindestwerte bei kurzfristigen Liquidationen

2.1 Definition

Bei Immobilieninvestments besteht immer das Risiko, (Teile des) Portfolios im Notfall äußerst kurzfristig liquidieren zu müssen. In solchen Zwangsveräußerungen werden die im gewöhnlichen Geschäftsverkehr erzielbaren Marktwerte i.d.R. sehr deutlich unterschritten. Um dieses – jedes Investment begleitende – Risiko mit hinreichender Sicherheit einschätzen zu können, sind neben den Marktwerten die Mindestwerte¹⁾ der Immobilien zu ermitteln.

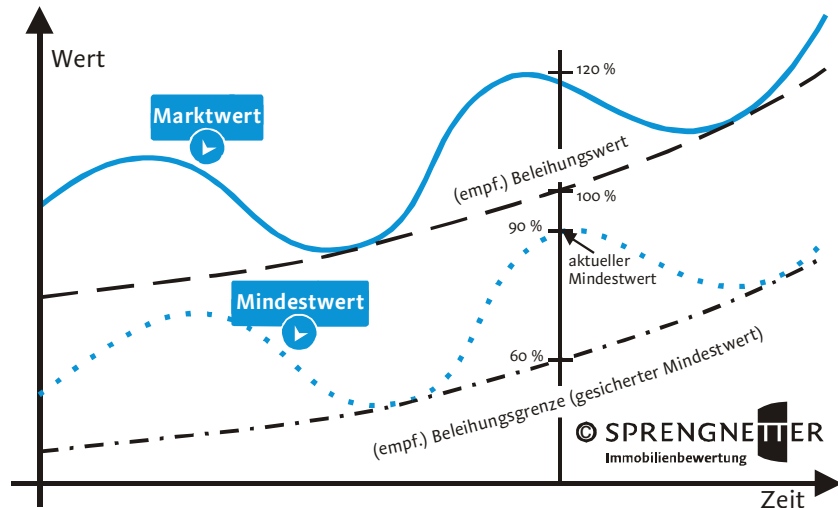


Abb. 2: Entwicklung der Immobilienzeitwerte (Immobilienwertzyklus)

Definition des aktuellen Mindestwerts:

Der aktuelle Mindestwert einer Immobilie ist eine Schätzung des Preises, der im Falle einer sehr kurzfristigen, auch zwangsweisen, Veräußerung derzeit am Markt am wahrscheinlichsten erzielbar ist.

Der Mindestwert kann daher auch als Maßstab für die Festlegung von Beleihungsgrenzen im Realkreditbereich herangezogen werden.²⁾ Er ist sehr geeignet, das (maximale) Risiko bei Immobilieninvestments einzuschätzen.

Ein weiterer Anwendungsbereich ist die Festlegung des Verkaufspreises bei Objekten, die zur Zwangsversteigerung anstehen. Bei Erzielung eines Verkaufspreises oberhalb des Mindestwerts sollte auf die Durchführung eines Zwangsversteigerungsverfahrens i.d.R. verzichtet werden.

Die systematischen Zusammenhänge dieser Immobilienwerte sind in der Abbildung 2 dargestellt.

1) Tlw. wird für den Begriff „Mindestwert“ auch „Zerschlagungswert“ verwendet. Der Begriff „Zerschlagungswert“ bzw. „Zerschlagungstaxe“ wird aber auch in anderen Bereichen verwendet – wo er auch zutreffender ist, z. B. bei der Bewertung landwirtschaftlicher Höfe unter der Fiktion der Einzelveräußerung der Grundstücke.

2) Vgl. Sprengnetter, Immobilienbewertung – Lehrbuch und Kommentar, Teil 12 (Wertermittlung bei Beleihung, Versicherung und Besteuerung)

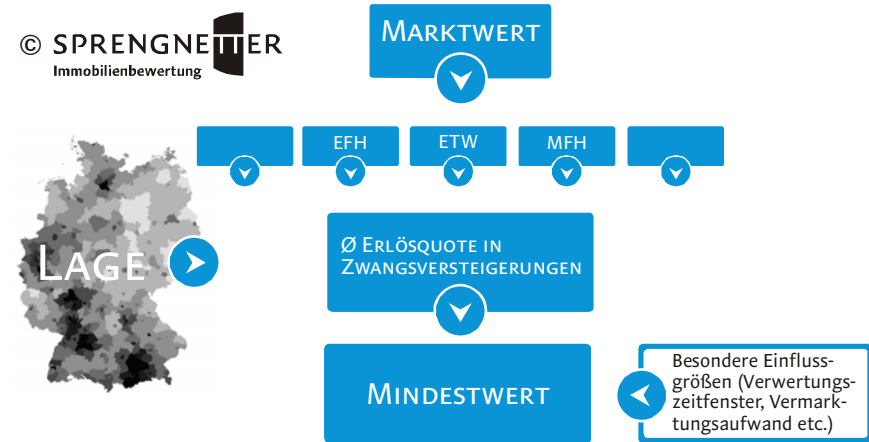


Abb. 3: Mindestwert – Verfahren nach Sprengnetter Immobilienbewertung

2.2 Verfahren

Sprengnetter Immobilienbewertung hat ein Verfahren entwickelt, nach dem die aktuellen Mindestwerte in Deutschland regional differenziert ermittelt werden können. Dabei sind die Marktwerte der einzelnen Immobilien die Basis, auf der die Mindestwerte unter Berücksichtigung der besonderen Marktsituation bei einer zwangsweisen Veräußerung abgeleitet werden.

Als hoch geeigneter Indikator für den Mindestwert können die Zwangsversteigerungserlöse herangezogen werden. Ähnlich der bei einem Notverkauf unterstellten Situation werden auch dort Immobilien unter hohem Druck liquidiert. Allerdings müssen beim Mindestwert darüber hinaus noch weitere Parameter berücksichtigt werden. So dauert ein Zwangsversteigerungsverfahren i.d.R. sehr lange, in Dresden z. B. durchschnittlich mehr als zwei

Jahre.³⁾ Für die Erzielung des Mindestwerts steht bei einer freihändigen Veräußerung jedoch nur ein deutlich engeres Zeitfenster zur Verfügung. Weiter ist zu beachten, dass im Rahmen einer Zwangsversteigerung den Interessenten oftmals die Innenbesichtigung des Objekts verwehrt ist. Gerichtsgebühren, Gutachterkosten etc. sind ebenfalls Größen, die bei der Ableitung des Mindestwerts berücksichtigt werden müssen.

Die Zwangsversteigerungserlöse werden in das Verfahren zur Mindestwertermittlung nach Sprengnetter Immobilienbewertung nicht als Absolutwerte eingeführt. Auf der Basis der zugehörigen Marktwerte werden vielmehr die

3) Kasprzyk: „Erfassung und Auswertung von Zwangsversteigerungserlösen bebauter und unbebauter Grundstücke am Beispiel der Landeshauptstadt Dresden“, Diplomarbeit an der TU Dresden 2001, S. 66.

prozentualen Erlösquoten aus der Zwangsversteigerung verwendet.

$$\text{Erlösquote} = \frac{\text{ZV-Erlös}}{\text{Marktwert}} \times 100$$

Die Erlösquoten einzelner Objekte streuen in der Praxis sehr stark. In Abbildung 4 ist die „Bandbreite“ für den Teilmarkt der Eigentumswohnungen dargestellt. Für die Zwecke der Risikoeinschätzung eines Immobilienportfolios ist daher die „durchschnittlich zu erwartende Erlösquote“ heranzuziehen. Dadurch werden die Auswirkungen dieser Streuungen effektiv auf ein hinreichendes Maß minimiert.

Die spezifischen Erlösquoten konnten im Rahmen der in den Abschnitten 3 bis 5 dargestellten Analysen bundesweit repräsentativ ermittelt werden. Die sichere Einschätzung des Investmentrisikos verlangt es hierbei, dass Differenzierungen in die unterschiedlichen Teilmärkte (Einfamilienhäuser, Eigentumswohnungen, Mehrfamilienhäuser) vorgenommen werden. Ebenso – so das Ergebnis der Analyse – beeinflusst das regionale Niveau der Bodenwerte die Höhe der Mindestwerte signifikant.

3 Neue Hypothese von Sprengnetter Immobilienbewertung

Um den Mindestwert im Verfahren nach Sprengnetter Immobilienbewertung ermitteln zu können, müssen die durchschnittlichen Verhältnisse der in der Zwangsversteigerung erzielten Erlöse gegenüber den vorab gutachterlich ausgewiesenen Verkehrswerten bekannt sein. Zu diesem Thema gab es bisher nur wenige Analysen, die zudem auch noch tlw. zeitlich weit zurück liegen bzw. regional sehr begrenzt sind. Abhängigkeiten des Ersteigerungserlöses von anderen Einflussgrößen – immobilienmarktwirtschaftlichen wie auch sozioökonomischen – konnten dabei nicht oder nur in statistisch äußerst eingeschränkt signifikanten Größenordnungen aufgedeckt werden.¹⁾

1) Vgl. u.a. Kasprzyk: „Erfassung und Auswertung von Zwangsversteigerungserlösen bebauter und unbebauter Grundstücke am Beispiel der Landeshauptstadt Dresden“, Diplomarbeit an der TU Dresden 2001 und

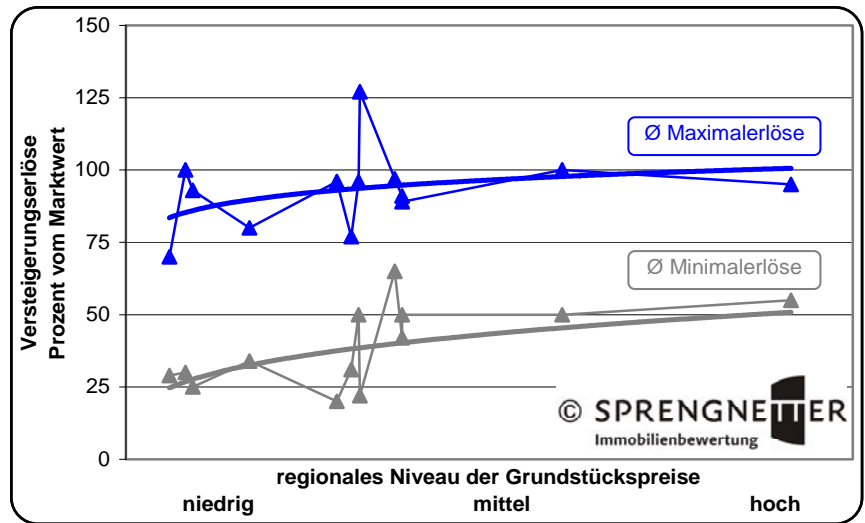


Abb. 4: Typische minimale und maximale Versteigerungserlöse in Prozent vom Marktwert in Abhängigkeit vom regionalen Niveau der Bodenwerte für Eigentumswohnungen

Aufbauend auf diesen Erkenntnissen, dass die Verhältnisse „Zwangsversteigerungserlös zu Marktwert“ zwar innerhalb einer (Groß)Stadt oder eines Landkreises bzw. einer begrenzten Region keine greifbaren Abhängigkeiten zu anderen, bekannten Größen aufweisen, hat Sprengnetter Immobilienbewertung eine objektartspezifische Untersuchung der folgenden Hypothese durchgeführt: *Die Verhältnisse „Zwangsversteigerungserlöse zu Marktwert“ (Erlösquoten) sind in Deutschland regional unterschiedlich. Abhängig von der großräumigen Region und / oder der Struktur „Stadt“ oder „Landkreis“ sind unterschiedliche Erlösquoten bei Zwangsversteigerungsverfahren zu erwarten.*

(Hypothese Sprengnetter Immobilienbewertung)

In die Untersuchung wurden Erkenntnisse aus über ganz Deutschland verteilten Regionen eingeführt. Die analysierten Datensätze stammen von Gutachterausschüssen für Grundstückswerte und den Sachverständigen der Sprengnetter Expertengremien.²⁾ Ins-

Metzner/Dittrich: „Einflussfaktoren bei Zwangsversteigerungserlösen bei Eigentumswohnungen“, GuG 4/2005, S. 214 ff und Misselwitz: „Verhältnis zwischen Grundstücksverkehrswerten laut Gutachten und Kaufpreis in der Zwangsversteigerung“, GuG 6/2000, S. 359ff.

2) Sprengnetter Immobilienbewertung hat für deutschlandweite Marktbeobachtungen und -analysen insgesamt ca. 50 über ganz Deutschland verteilte Expertengremien ge-

gesamt konnten Informationen zu fast 1.200 Zwangsversteigerungen aus repräsentativ über ganz Deutschland verteilten Städten bzw. Landkreisen ausgewertet werden. Die Summe der Verkehrswerte der betrachteten Fälle beträgt ca. 200 Mio. Euro. Damit bilden die Untersuchungsergebnisse einen repräsentativen Querschnitt der in Deutschland vorkommenden, sowohl wachsenden aber auch schrumpfenden, Immobilienmärkte für Ein- und Mehrfamilienhäuser sowie für Eigentumswohnungen.

4 Ergebnisse

4.1 Teilmärkte sowie Minimal- und Maximalerlöse

Die einzelnen Zwangsversteigerungserlöse wurden auf Abhängigkeiten von anderen Faktoren, wie z. B. Arbeitslosenzahlen, Kaufkraft etc. analysiert. Ebenso wurden, trotz o.g. Erkenntnisse regional begrenzter Studien,³⁾ noch einmal Abhängigkeiten der Erlösquoten von den Bodenwerten innerhalb der Region, der Höhe des Verkehrswerts, der Wohnfläche usw. überprüft. Insgesamt ist aber letztlich auch auf der vorliegenden Datenbasis

bildet, s. www.sprengnetter.de (Rubrik „Service / Expertengremien“).

3) Vgl. Abschnitt 3.

zu konstatieren, dass im Bereich einer einzelnen Region keine diesbezüglich signifikanten Wechselwirkungen aufzeigbar sind.

Allerdings hat sich gezeigt, dass die Erlösquoten für die wohnwirtschaftlichen Teilmärkte

- Einfamilienhäuser,
- Eigentumswohnungen und
- Mehrfamilienhäuser

klar voneinander abzugrenzen sind.¹⁾ Dabei bewegen sich die einzelnen Versteigerungserlöse innerhalb einer großen Bandbreite. In Abbildung 4 sind die Erlösquoten für Eigentumswohnungen dargestellt, die typischerweise minimal bzw. maximal erzielt wurden. Sie streuen ganz allgemein im Bereich von 25 % bis 100 % der zugehörigen Marktwerte.²⁾ Die in der Grafik abgebildeten Punkte zeigen jeweils den Minimal- und den Maximalerlös in der einzelnen Quelle.

4.2 Durchschnittliche Erlösquoten

Unter getrennter Betrachtung der genannten Teilmärkte konnte die in Abschnitt 3 aufgestellte Hypothese, dass abhängig von der großräumigen Region unterschiedliche Erlösquoten bei Zwangsversteigerungsverfahren zu erwarten sind, sehr deutlich bestätigt werden. Es haben sich hier erwartete Abhängigkeiten der Erlösquoten vom regionalen Niveau der Bodenwerte mit statistischen Bestimmtheitsmaßen von 64 % bis 75 % bestätigt. Größenordnungen, die im Bereich der Immobilienbewertung mit mehr als ausreichend bezeichnet werden dürfen.

Die durchschnittlichen Erlösquoten in Abbildung 5 bilden die Basis für die weitere Ableitung des Mindestwerts.³⁾

4.3 Hochrechnungsmodell

Auf der Basis der Stützstellen ist es gelungen, ein Hochrechnungsmodell zu entwickeln, mit dem die durchschnittlichen Zwangsversteigerungserlösquo-

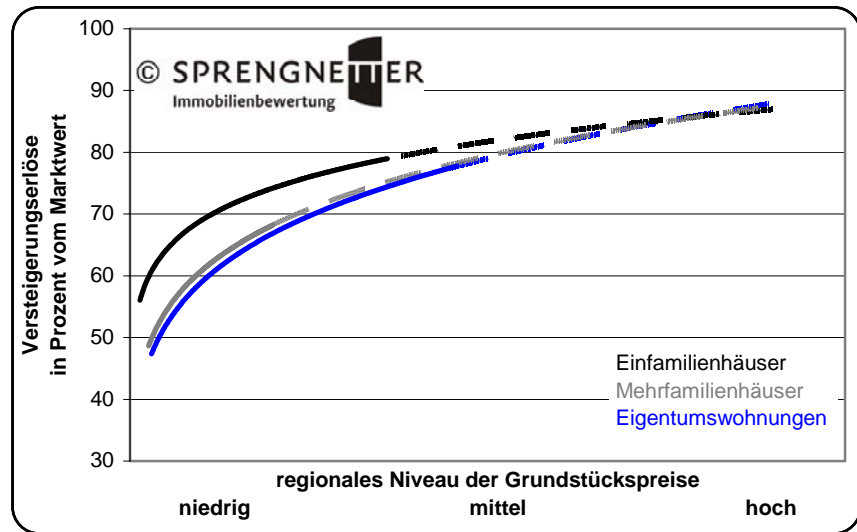


Abb. 5: Durchschnittliche Versteigerungserlöse in Prozent vom Marktwert in Abhängigkeit vom regionalen Niveau der Bodenwerte 2008

ten und darauf basierend auch die Mindestwerte als Prozentsatz vom Marktwert bundesweit präzifizierbar sind. In dem daraus entwickelten Erlösquotenatlas sowie dem Mindestwertatlas können getrennt für die Teilmärkte „Einfamilienhäuser“, „Eigentumswohnungen“ und „Mehrfamilienhäuser“ für alle kreisfreien Städte und Landkreise die durchschnittlichen Erlösquoten bzw. die Mindestwerte entnommen werden. Eine an dieser Stelle grob gestuft dargestellte Übersicht wird in Abbildung 6 am Beispiel des Eigentumswohnungsmarkts gezeigt.

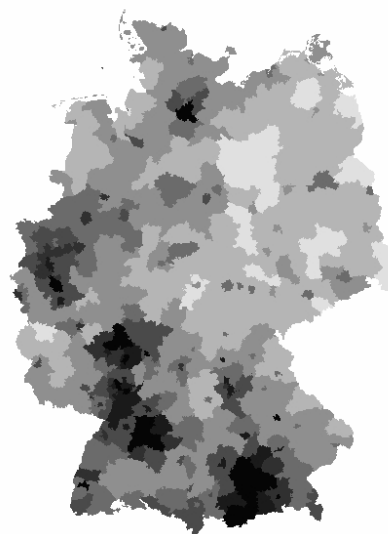


Abb. 6: Erlösquotenatlas (grob gestuft) für Eigentumswohnungen in Deutschland 2008: Versteigerungserlöse in Prozent vom Marktwert

Das von Sprengnetter Immobilienbewertung abgeleitete Hochrechnungsmodell ist durch die Berücksichtigung des aktuellen Bodenwertniveaus dynamisch. Zeitliche Entwicklungen können somit sehr gut aufgedeckt und abgebildet werden. Durch die regelmäßige Überprüfung des Modells ist eine permanente Kalibrierung sichergestellt.

5 Ausblick

Die Erkenntnisse zu den Mindestwerten besitzen für die Risikoeinschätzungen von Immobilieninvestments eine große Bedeutung. Mit dem Verfahren nach Sprengnetter Immobilienbewertung und dem Erlösquoten- sowie dem Mindestwertatlas für Wohnimmobilien stehen hierfür geeignete Kontroll- und Steuerungsmöglichkeiten zur Verfügung. Die aktuellen Ergebnisse werden zukünftig ständig überprüft und fortgeschrieben. Die Untersuchungen gewerblicher Teilmärkte laufen derzeit.

Dipl.-Ing. (Assessor) Christian Sauerborn
Sprengnetter Immobilienbewertung
Barbarossastraße 2, 53489 Sinzig ■

1) Die Untersuchungen zu anderen, vor allem gewerblichen, Teilmärkten laufen derzeit.
2) Es existieren in allen Stichproben auch Ausreißer nach oben und unten; in der Grafik sind die typischen Grenzwerte angegeben.
3) Vgl. Abschnitt 2.2.