

## Die Bewertung der Immobilien Offener Immobilienfonds

Ein Offener Immobilienfonds bietet einem breiten Anlegerkreis die Möglichkeit, Vermögen oder Sparbeiträge nach dem Grundsatz der Risikomischung in Immobilien anzulegen. Durch die Vielzahl der Immobilien mit unterschiedlichen Größen, Nutzungsarten und Mietern an zahlreichen Standorten wiesen Offene Immobilienfonds in der Vergangenheit eine stabile Wertentwicklung auf. Die zielgerichtete Auswahl gewerblich genutzter Qualitätsimmobilien sichert Wertbeständigkeit, und der Abschluss langfristiger, indexierter Mietverträge gewährleistet einen optimalen Inflationsschutz. Bei den Objekten Offener Immobilienfonds finden keine Transaktionen statt, aus denen sich täglich durch Angebot und Nachfrage ein neuer Preis ermitteln ließe. Zum anderen gleicht keine Immobilie der anderen. Für die Wertermittlung der Liegenschaften Offener Immobilienfonds bedarf es also eines von den Börsenüblichen abweichenden Verfahrens.



Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften sind wie alle anderen Kapitalanlagegesellschaften gesetzlich verpflichtet, den Wert der von ihnen ausgegebenen Fondsanteile börsentäglich zu ermitteln. Der Wert eines Anteils ergibt sich aus dem Wert des gesamten Fondsvermögens geteilt durch die Zahl der ausgegebenen Anteile. Der Großteil des Immobilien-Sondervermögens besteht naturgemäß aus Immobilien. Daneben aus liquiden Mitteln, um der täglichen Rücknahmeverpflichtung nachkommen zu können. Um den jeweils aktuellen Wert des Fondsvermögens zu ermitteln, ist es notwendig, jede Immobilie mit ihrem aktuellen Marktwert anzusetzen.

#### **Jede Immobilie ist ein Unikat**

Die Ermittlung des aktuellen Marktwertes einer Immobilie („Verkehrswert“) ist – verglichen etwa mit der Aktie einer börsennotierten Aktiengesellschaft – schwieriger und aufwändiger. Jede Immobilie ist ein Unikat, das nicht unmittelbar an einer Börse handelbar ist, so dass für Immobilien keine täglich nach Angebot und Nachfrage feststellbaren Preise vorliegen. Da es nie zwei vollkommen identische Objekte gibt, lassen die Preise, die für andere Immobilien aktuell am Markt erzielt werden, keine direkten Rückschlüsse auf den Wert einer bestimmten Immobilie im Fondsvermögen zu. Es stellt sich daher die Frage, wie der aktuelle Wert einer Fondsimmobilie festgestellt wird, und wer dies zu tun hat.

Das Investmentgesetz (InvG) enthält zum „wie“ der Wertermittlung keine konkreten Vorschriften. Es schreibt lediglich vor, dass der Verkehrswert jeder Fondsimmobilie vor Erwerb und danach mindestens einmal pro Jahr zu ermitteln ist. Der „Verkehrswert“ eines Grundstücks wird wiederum in § 194 des Baugesetzbuchs

definiert als der Preis, „der in dem Zeitpunkt, auf den sich die Ermittlung bezieht, im gewöhnlichen Geschäftsverkehr nach den rechtlichen Gegebenheiten und tatsächlichen Eigenschaften, der sonstigen Beschaffenheit und der Lage des Grundstücks (...) ohne Rücksicht auf ungewöhnliche oder persönliche Umstände zu erzielen wäre.“

Diese Definition des Verkehrswertes ist mit sämtlichen international anerkannten Marktwertbegriffen identisch. Der Marktwert einer Immobilie entspricht also nicht zwangsläufig dem Preis, der voraussichtlich erzielt werden könnte, wenn der Fonds am Bewertungsstichtag eine Vielzahl von Immobilien in kürzester Zeit verkaufen müsste. Denn dabei würde es sich um einen Verkauf unter Vermarktungsdruck und damit nicht um einen Verkauf im gewöhnlichen Geschäftsverkehr handeln.

Der Verkehrswert einer Immobilie ist auch nicht zwingend mit dem tatsächlich gezahlten Kaufpreis gleichzusetzen. Er entspricht idealtypisch dem Durchschnittspreis, der im aktuellen Marktgeschehen für Immobilien mit einer vergleichbaren Lage, Nutzungsart, Bauqualität und Mietertragsstruktur erzielt wird. Der Verkehrswert stellt somit den um nicht marktübliche Besonderheiten des Einzelgeschäfts bereinigten Kaufpreis dar.

Gemäß dem Investmentgesetz (§ 67) dürfen für einen Offenen Immobilienfonds nur Immobilien erworben werden, die einen dauerhaften Ertrag erwarten lassen. Dem Fonds, und letztendlich den Anlegern, kommt es vor allem auf die Erträge aus den Immobilien an. Dies sind die Mieten oder Pachten. Sie bilden die Basis für die Rendite des Fonds. Der Wert einer Immobilie für den Fonds hängt folglich davon ab, welche Erträge langfristig mit ihr erzielt werden können.

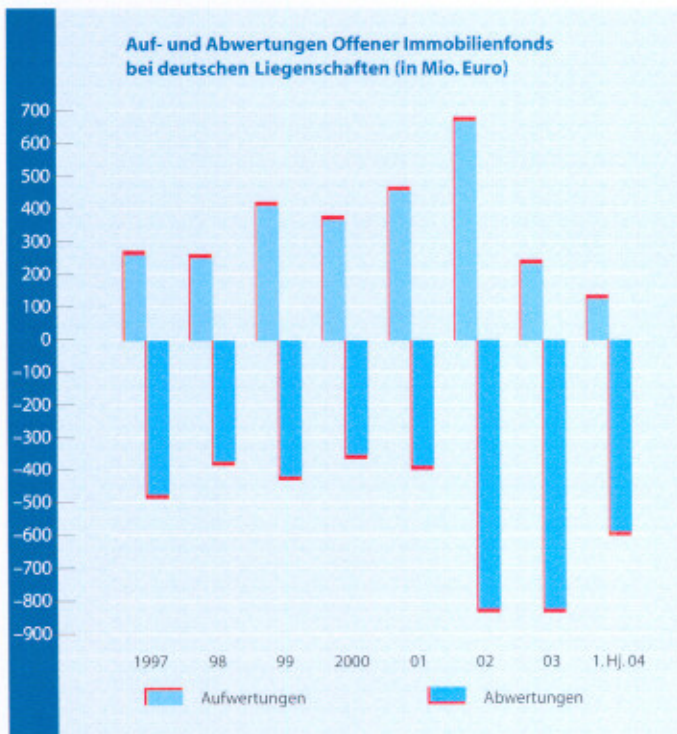


Zur Ermittlung des Verkehrswertes wird deshalb in erster Linie das international übliche Ertragswertverfahren (income approach) angewandt, das in Deutschland in der Wertermittlungsverordnung und den dazugehörigen Wertermittlungsrichtlinien seine Ausprägung gefunden hat.

Der Ertragswert einer Immobilie wird als der auf den Wertermittlungsstichtag bezogene Barwert aller künftigen Erträge ermittelt. Maßgeblich sind die Reinerträge der Immobilie. Diese ergeben sich aus den Mieterträgen abzüglich der Bewirtschaftungskosten.

Bei der Ermittlung des Ertragswertes werden die „ortsüblich und nachhaltig erzielbaren“ Erträge zum Wertermittlungsstichtag zugrunde gelegt. Ausgangspunkt für die Bestimmung der nachhaltigen Miete ist stets die aktuelle Marktmiete für die Immobilie beziehungsweise für vergleichbare Objekte. Wesentliche Bestimmungsfaktoren sind die Lage der Immobilie, ihre Nutzungsmöglichkeiten und Bauqualität. Städte werden zum Beispiel in verschiedene Zonen mit unterschiedlicher Attraktivität aufgeteilt. Je attraktiver die Lage der Immobilie für eine bestimmte Mietergruppe ist, desto größer ist die Wahrscheinlichkeit, mit einem für diese Gruppe konzipierten Gebäude dauerhaft hohe Erträge zu erwirtschaften. Des Weiteren werden gemischt genutzte Immobilien (zum Beispiel Büro und Handel) in die anteiligen Nutzungsarten „zerlegt“, und für jede Nutzungsart die nachhaltig erzielbare Miete ermittelt.

Die nachhaltige Miete kann, muss aber nicht der aktuellen Marktmiete oder der Ist-Miete entsprechen. Vertraglich vereinbarte Spitzenmieten, die nicht langfristiger Natur sind, werden von Investoren beim Ankauf von Immobilien regelmäßig ebenso wie kurzfristige Tiefstmieten nicht als nachhaltiger Ertrag der Kaufpreiskalkulation zugrunde gelegt. Folglich werden derartige Extremwerte auch bei der Bewertung von Immobilien nicht berücksichtigt. Ein wesentlicher Punkt bei der Bewertung ist die Analyse der Mietverträge. Die Laufzeiten der aktuellen Verträge werden ebenso untersucht, wie die Bonität der Mieter und etwaige Risiken einer vorzeitigen Vertragsbeendigung durch diese. Bei „unsicheren“ Mietern wird ein höheres Mietausfallrisiko einkalkuliert.



Quelle: BVI

Nach all dem steht schließlich fest, was die Immobilie einem Käufer wert wäre, der nach rein objektiven, rationalen Kriterien entscheiden würde und ebenso wie der Fonds möglichst lange möglichst hohe Erträge erwirtschaften möchte. Der festgestellte Wert ist ein Stichtagswert. Er beruht zwar auf zukunftsgerichteten Erwartungen der Marktteilnehmer, stellt aber keine Preisprognose für einen zukünftigen Zeitpunkt (Geschäftsjahresende des Fonds, Verkaufszeitpunkt) dar.

Der Ertragswert einer Immobilie hängt eng mit der allgemeinen Situation am Immobilienmarkt zusammen. Besteht beispielsweise in einer Stadt über längere Zeit ein Überangebot an Büroflächen, so sinken dort die durchschnittlichen Mieten für Büros. Damit wird in aller Regel auch der Verkehrswert von Büroimmobilien in dieser Stadt sinken, da zu erwarten ist, dass auf Dauer geringere Erträge mit ihnen erwirtschaftet werden können. Allerdings entwickeln sich die Mietmärkte und die Preismärkte für Immobilien erfahrungsgemäß weder zeitlich noch im Ausmaß ihrer Schwankungen synchron. Eine Schwankung des Mietmarktes schlägt auf den Preismarkt beispielsweise dann nicht durch, wenn die Investoren der Auffassung sind, dass die Schwankung bei den Mieten nur von kurzer Dauer sein wird, oder wenn Investoren aus anderen Beweggründen Angebot und Nachfrage nach Immobilien verändern.

#### Bewertung durch einen Sachverständigenausschuss

Das „wer“ der Wertermittlung ist – anders als das „wie“ – direkt im Investmentgesetz geregelt. Der Gesetzgeber schreibt den Einsatz unabhängiger Sachverständiger für die Ermittlung der Marktwerte der Immobilien Offener Immobilienfonds vor. Gemäß § 77 des Investmentgesetzes muss jede Kapitalanlagegesellschaft



Quelle: BVI

(KAG), die Immobilienfonds verwaltet, mindestens einen Sachverständigenausschuss bestellen, der für die Bewertung der Immobilien zuständig ist. Der Ausschuss besteht aus mindestens drei „unabhängigen, zuverlässigen und fachlich geeigneten Persönlichkeiten mit besonderen Erfahrungen auf dem Gebiet der Bewertung von Immobilien.“

Die Ausschussmitglieder sind in der Regel öffentlich bestellte und vereidigte Sachverständige zur Ermittlung von Marktwerten bebauter und unbebauter Grundstücke. Sie unterliegen den Bestimmungen der Sachverständigenordnungen der Industrie- und Handelskammer, welche strenge Vorgaben bezüglich der Unabhängigkeit und Höchstpersönlichkeit, das heißt der Nicht-Delegierbarkeit der Begutachtung enthalten. Die meisten Sachverständigen verfügen über eine Ausbildung zum Ingenieur, Architekt oder Diplomkaufmann. Häufig weisen die für Offene Immobilienfonds

tätigen Sachverständigen zusätzlich internationale Qualifikationen wie den Abschluss zum „Chartered Surveyor“ der britischen „Royal Institution of Chartered Surveyors“ (RICS) oder die Mitgliedschaft im US-amerikanischen Appraisal Institute (MAI) auf. Wird ein Gutachter erstmals in den Ausschuss einer KAG bestellt, muss er beziehungsweise die KAG gegenüber der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) seine ausreichende praktische Erfahrung in der Bewertung von gewerblichen Großimmobilien nachweisen. Dies geschieht durch die Vorlage entsprechender Gutachten, die der Sachverständige in der Vergangenheit für andere Auftraggeber erstellt hat.

Zurzeit gibt es in der Bundesrepublik etwa 80 Immobilien-Investment-Sachverständige. Sie sind in einem eigenen Bundesverband, dem „BII Bundesverband der Immobilien-Investment-Sachverständigen e.V.“ zusammengeschlossen. Die Mitgliedschaft darin ist strikt nach den Kriterien fachlicher Eignung, Integrität und persönlicher Unabhängigkeit ausgerichtet, um einen möglichst hohen Qualitätsstandard der Bewertungsleistungen zu gewährleisten. Viele der Sachverständigen sind in Gutachterausschüssen verschiedener KAGs tätig. Um die wirtschaftliche Unabhängigkeit der Sachverständigen von der Kapitalanlagegesellschaft zu gewährleisten, sieht das Investmentgesetz in Anlehnung an eine vergleichbare Regelung für Abschlussprüfer vor, dass auf Dauer nicht mehr als 30 Prozent sämtlicher Einnahmen eines Sachverständigen aus der Tätigkeit für eine KAG stammen dürfen.

### **Sachverständige sind keine Angestellten der Kapitalanlagegesellschaften**

Obgleich die KAG nach dem Wortlaut des Investmentgesetzes den Sachverständigenausschuss „bestellt“, handelt es sich bei den Sachverständigen nicht etwa um Angestellte der KAG. Die Sachverständigen sind gewöhnlich Inhaber von Bewertungsbüros, die sich auf die Bewertung von gewerblichen Großimmobilien im In- und Ausland spezialisiert haben. Die Sachverständigen werden von den Anlegern aus Mitteln des Fonds bezahlt. Die KAG als Treuhänderin der Anlegergelder hat keine Weisungsbefugnis gegenüber den Sachverständigen, die deren Unabhängigkeit beeinträchtigen könnte. Die Organisation der Sachverständigenausschüsse wird durch eine eigene Geschäftsordnung geregelt. Darin ist unter anderem festgelegt, welche Ausschussmitglieder für die Bewertung welcher Immobilien zuständig sind – aufgeteilt zum Beispiel nach Ländern, in denen die Immobilien belegen sind. Jedes Wertgutachten ist von mindestens einem Hauptgutachter und zwei mitwirkenden Gutachtern (sogenannte Nebengutachter) zu erstellen. In der Praxis haben die Sachverständigenausschüsse regelmäßig mehr als drei Mitglieder.

Die Wertgutachten werden nicht ausschließlich am Schreibtisch oder Computer gefertigt. Zu jeder Begutachtung gehört auch die Besichtigung der Immobilie durch die Sachverständigen. Bei im Ausland belegenen Immobilien ziehen die KAGs zu Vergleichszwecken manchmal auch Immobilienexperten vor Ort zu Rate.



Dies geschieht insbesondere, wenn der Fonds eine Investition in einem datenmäßig noch nicht „voll erschlossenen“ Land tätigen will, das heißt wenn zum Beispiel noch keine ausreichenden Vergleichsdaten zu Mieten, Verkehrswerten, Standortqualität zur Verfügung stehen. Dabei hat sich in der Praxis gezeigt, dass deutsche und ausländische Sachverständige unabhängig voneinander weitgehend identische Werte ermitteln.

Wie eingangs erwähnt, ist die Ermittlung des Wertes der Immobilien in einem Offenen Immobilienfonds zwingende Voraussetzung für die tägliche Berechnung des Anteilspreises. Es ist aber nicht möglich, für jede Fondsimmoblie börsentäglich eine Bewertung durchzuführen. Dies ist auch nicht notwendig, da sich der Wert einer Immobilie unter normalen Umständen nicht von einem Tag auf den anderen ändert. Die Vertragsbedingungen von Offenen Immobilienfonds sehen vor, dass im Fonds befindliche Immobilien mindestens einmal jährlich neu bewertet werden müssen. Eine Wertfeststellung darf also maximal 365 Tage alt sein. Die Neubewertungen der verschiedenen Objekte sind gleichmäßig auf das Kalenderjahr zu verteilen. Zum einen wird damit verhindert, dass der Anteilspreis zu einem bestimmten Zeitpunkt nach unten oder

oben springt, weil der Wert sämtlicher Immobilien neu festgestellt wird. Zum anderen besteht für die Anleger nicht die Möglichkeit, auf solche Preissprünge zu spekulieren, indem kurz vor einem „allgemeinen Bewertungstermin“ Anteile erworben werden, in der Hoffnung, sie kurze Zeit später zu einem deutlich höheren Preis wieder zurückgeben zu können.

Wenn zwischen den jährlichen Bewertungsterminen wesentliche Änderungen eintreten, die den Wert einer Immobilie beeinflussen könnten, veranlassen die KAGs zusätzliche Aktualisierungsbewertungen. Dies ist notwendig, um zu verhindern, dass möglicherweise über Monate ein Immobilienwert in die Anteilpreisberechnung einfließt, der nicht mehr zutreffend ist.

Die Bewertung von Fondsimmobilien durch unabhängige Sachverständigenausschüsse hat sich seit Jahrzehnten bewährt. Eine bessere Methode als das derzeit vorgeschriebene Verfahren ist nicht ersichtlich. Die enge Zusammenarbeit der Sachverständigen in ihrem 2003 gegründeten Bundesverband und die BIIS-eigene Datenbank „ReBase“, in der bewertungsrelevante Daten zu Immobilien auf der ganzen Welt gesammelt werden, wird die bereits jetzt erreichte hohe Professionalität der Bewertung noch weiter steigern.