

ANZEIGE

Entwicklung · Bauen · Finanzierung

EXPO REAL:  
Halle B2 / Stand 420

**KONDOR WESSELS**

Wir machen Ihr Projekt möglich!

www.kondorwesfels.com

ANZEIGE

**WISAG**  
Facility Management

Besuchen Sie WISAG  
auf der Expo Real  
Halle B1, Stand 324

www.wisag.de

# Industrie- und Gewerbeimmobilien



Der Phoenixbau auf der Stuttgarter Königstraße und das Hitachi Power Office im Duisburger Innenhafen gehören dank Lage und Qualität zu den Immobilien, die auch in der Krise von Investoren begehrt sind.

## „Es ist ein Fehler, wenn man Risiken nicht sehen möchte“

Immobilienbewertung hat versagt / Das Gedächtnis ist kurz – die nächste Krise kommt

Von FRANK PETER UNTERREINER

**K**önnen künftig Immobilienkrisen vermieden werden? Nicht, wenn alles bleibt, wie es ist. Es fehlen geeignete Risikoinstrumente, und die Immobilienbewerter haben versagt. Die Bewertung nach Fair Value, die jetzt verantwortlich ist für rote Zahlen in den Bilanzen vieler Bestandhalter, muss reformiert werden. Wie mit der Gier umgehen, wie Bonuszahlungen regeln? Hierauf hat die Branche noch keine Antwort gefunden. Mehr Professionalität wird gefordert, da dürfte sich kaum Widerspruch regen. Mehr Transparenz wird verlangt, das wird schwer durchzusetzen sein.

### Geeignete Risikoinstrumente fehlen

Die Immobilie ist eine Assetklasse ohne Risikoinstrumente, formuliert es Hanspeter Gondring, Studiendekan der Dualen Hochschule Baden-Württemberg, drastisch. Die Immobilienbewerter hätten komplett versagt, die Immobilienwirtschaft sei noch in der „alten Welt“ verhaftet. „Alte Welt“ – das ist für den Immobilienprofessor jene Zeit, als Liegenschaften vierzig Jahre gehalten wurden. Die Risiken beschränkten sich im Wesentlichen auf Leerstandskosten. Jetzt, mit einer durchschnittlichen Haltedauer von etwa sieben Jahren, hätte sich die Immobilie zwar zur Assetklasse entwickelt, doch ohne Instrumente, die das Risiko beherrschbar machen.

Die Wertpapierhändler haben reagiert und nach dem Börsencrash von 1987 Risikoinstrumente entwickelt, sagt Gondring. Für Immobilien sei dies, zugegeben, nicht einfach, da es bezüglich Homogenität und Reaktionszeit nicht mit Wertpapieren vergleichbar sind. „Die Immobilienwirtschaft ist für dieses Thema nicht sensibilisiert“, fällt ein harsches Urteil. Der Grund: Bis vor zehn Jahren hätte die Meinung gegolten, die Immobilie sei sicher.

„Bei der Immobilienbewertung wird das Risiko nicht eingepreist“, urteilt Gondring. Die Bewerter würden weiterhin über Verkehrswert, Liegenschaftszins und Restnutzungsdauer streiten. „Das sind nicht die Probleme und Risiken des Marktes“, sagt Gondring. Solange es hier keine Änderungen gebe, würden Investoren weiterhin die Risiken der Zukunft mit erwerben. Auch der Staat sei in der „alten Welt“ verhaftet, das zeige sich auch an der neuen ImmoWertV. Dass die Politik jetzt über Eigenkapitalunterlegung und Boniregulation diskutiert, bezeichnet er als klassisches Reflexverhalten. Damit könne keine Krise verhindert werden.

„Es ist falsch, auf die Derivate einzuprüfeln“, sagt Gondring. Die Verbriefung an sich sei risikoneutral, sie würde allerdings das Risiko des Primärmarktes – der Immobilie also – deutlich verstärken. Er glaubt, dass es wieder Kreditverbriefungen geben wird und damit die nächste Krise. Noch schlimmer: Die Zyklen würden immer kürzer, die Ausschläge heftiger.

Die Immobilienbranche ist weiterhin im Tagesgeschäft verhaftet und denkt nicht strategisch, sagt Gondring. Die Studenten der Immobilienwirtschaft würden heute moderne Finanzmathematik lernen, doch sie dürften das Wissen in der Praxis nicht anwenden. Seine Hoffnung: In einigen Jahren sind die Absolventen an der Spitze der Unternehmen angekommen und erinnern sich hoffentlich an das, was sie gelernt haben.

### „Faktor Mensch“ eliminiert

„Der Glaube, alles perfekt managen zu können, war auch eine Ursache der Krise“, meint Franz Fürst, Dozent an der University of Reding. „Investoren handeln nicht immer rational“, sagt Carsten Lausberg, Fachbereichsleiter Immobilienbanking an der HFWU Hochschule für Wirtschaft und Umwelt Nürtingen-Geislingen, und weist damit auf den „Faktor Mensch“ beziehungsweise dessen Schwächen hin: „Es ist ein

schlimmer Fehler, wenn man das Risiko nicht sehen möchte.“

Seiner Ansicht nach müssen vor allem das Ausfallrisiko von Immobilienverbriefungen, die systemischen und systematischen Risiken sowie die Korrelationen und Verteilungen besser erforscht werden. „Insbesondere der Aspekt der Nicht-Normalverteilung der Renditen verdient viel größere Beachtung“, sagt der Professor.

Lausberg fordert mehr Investitionen ins Risikomanagement, Risikoforschung unter Einbeziehung von Psychologie und Nachbardisziplinen, mehr Reporting und mehr Transparenz. Oft seien auch die Kontrollorgane fachlich unfähig, ihre Aufgaben zu erfüllen. Erkenntnisse aus der Kapitalmarkttheorie wären nicht immer übertragbar und würden teilweise die Sicht auf die ureigenen Risiken der Immobilie verschleiern. Um den „Faktor Mensch“ besser zu berücksichtigen, müssten kognitive, emotionale und motivationale Einflussfaktoren berücksichtigt werden.

Es hat sich gezeigt, dass angelsächsische Methoden der Risikobewertung nicht besser sind, urteilt Hansjörg Bach, Prorektor der HFWU. Auch er konstatiert ein Versagen der Immobilienbewerter. Die Krise habe viele Dinge auf den Punkt gebracht und gezeigt, dass es „Stoff für viele Promotionen gibt, um ein Problem nach dem anderen strukturiert abzarbeiten“.

### Deutlich mehr Ethik und Transparenz

Für Ulrich Jacke, Vorstandsvorsitzender der RICS Deutschland, sind Professionalität, Ethik und Transparenz die Schlüsselbegriffe zur Vermeidung von zu starken Zyklen. Die jüngste Überhitzung sei nicht auf das Produkt selbst zurückzuführen, die Marktteilnehmer hätten sich zu sehr auf Agenturen verlassen, deren Bewertungen von Zertifikaten wiederum nicht nachvollziehbar gewesen wären.

Ethik heißt für ihn auch, ein Risikobewusstsein bei den Anlegern zu schaf-

fen. Die Immobilienbranche brauche Mitarbeiter, die das Produkt und die Zusammenhänge ganzheitlich verstehen würden. „Wir brauchen eine wesentliche Erhöhung der Transparenz“, fordert Jacke zudem. Bei Verträgen müssten auch Nebenabreden publik gemacht werden – eine Forderung, von der die Branche meilenweit entfernt ist.

### Fair Value oder gutes altes HGB?

Es darf nicht sein, dass ein Buchgewinn zu einer Ausschüttung von beispielsweise Boni oder Dividenden führt und die Eigenkapitalbasis des Unternehmens auszehrt, meint Matthias Stürmer, geschäftsführender Gesellschafter von Pacific Star Europe. Er fordert, Zahlungsflüsse aus nicht realisierten Gewinnen zeitlich zu strecken oder, noch besser, diese als Gewinnrücklage einzustellen. Dann würde die Bilanz den tatsächlichen Wert des Immobilienbestands widerspiegeln, was sinnvoll sei, und im Falle einer späteren Abwertung der Immobilien könne die Rücklage aufgelöst werden.

Die Bewertung nach Fair Value hält Wulff Aengevelt, geschäftsführender Gesellschafter von Aengevelt-Immobilien, im Falle der Immobilie für zumindest irrtumsbehaftet. „Ohne Fair Value kann der wirkliche Wert nicht ermittelt werden“, sagt Christian Ulbrich, Geschäftsführer Europa, Mittlerer Osten und Afrika bei Jones Lang LaSalle. Allerdings: Gerade dies sei bei einem Individualprodukt schwierig, unzweifelhaft Korrektur geschehe dies nur durch einen Verkauf. Die Bilanzierung nach IFRS (International Financial Reporting Standards) kann nach Meinung von Ulbrich nicht mehr zugunsten der Bewertung nach HGB zurückgedreht werden. Doch: „Ich mag HGB und habe mich damit wohl gefühlt. Ich bräuchte das andere nicht.“

Er sieht die Vorteile der Bewertung nach HGB durch die Möglichkeit zur Bildung stiller Reserven und verweist darauf, dass dies Hapag Lloyd einst vor dem Konkurs gerettet hat. Das Unter-

nehmen hat seine Unternehmenszentrale in prominenter Hamburger Lage verkauft und sich mit dem – dank niedrigem Buchwert hohen – Gewinn saniert.

Der Fair-Value-Ansatz bietet dann deutliche Vorteile, wenn das Entwicklung- und Wertsteigerungspotential der Immobilien gehoben wird, sagt Georg Glatzel, Vorstandsvorsitzender der IFM Immobilien. Dies sei grundsätzlich unabhängig von wirtschaftlichen Entwicklungen möglich. Abwertungsrisiken sieht er bei klassischen Bestandhaltern, die vollvermietete Portfolios kaufen und kaum Mehrwert schaffen.

### Forderung: IAS 40 ändern

Eine Änderung von Fair Value – konkret: des IAS 40 – fordern DVFA Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Assetmanagement und der ZIA Zentrale Immobilien Ausschuss. „Die Wertveränderung von Immobilien sollte erfolgsneutral als Veränderung des Eigenkapitals behandelt werden“, schlägt ZIA-Präsident Andreas Mattner vor und verweist auf das Revaluation Modell. Dies gilt gemäß IAS 16 bereits für eigengenutzte Immobilien und solle auf vermietete ausgedehnt werden. Danach werden vorübergehende Wertminderungen erfolgsneutral erfasst, die hohe Ergebnisvolatilität wird vermieden.

Die Buchgewinne bei einer Bewertung nach Fair Value konnten meist nur ausgeschüttet werden, weil die Banken nachfinanziert haben, sagt Ulbrich. Der Kreditwirtschaft kommt seiner Ansicht nach eine zentrale Rolle zu, wenn es um die Vermeidung von Risiken geht. So sei es falsch gewesen, dass über eine Verbriefung letztendlich eine Finanzierung ohne Eigenkapital möglich war. Künftig müsse bei Verbriefungen immer ein Teil davon in den Büchern der Institute bleiben. Und das Eigenkapitalfordernden der Banken müsse erhöht werden, was dann zu einer Vertheuerung des Fremdkapitals führe.

„Das Gedächtnis ist kurz, und der Marktdruck ist groß“, resümiert Ul-

brich. Er glaubt nicht, dass künftige Krisen vermieden werden können. Das sieht auch Wulff Aengevelt so. Er konstatiert, dass die Kontroll- und Risikoinstrumente nicht funktionieren haben. Doch auch die Werte hätten sich verändert. Manager seien heute oft nur wenige Jahre im Amt, auch Mandate würden oft nur ebenso kurz vergehen. Beides führe dazu, dass der kurzfristige Erfolg angestrebt wird und es keine langfristige Verantwortung gibt.

Für wichtig hält Matthias Stürmer einen Regelmechanismus, der negativ rückkoppelt und damit den Zyklus nicht verstärkt. So seien in China die Eigenkapitalanforderungen in der Hausse verschärft worden, jetzt in der Baissse würden sie gelockert – genau gegenteilig zur westlichen Welt. Das habe dazu beigetragen, dass der chinesische Markt weniger unter der Finanz- und Immobilienkrise gelitten hätte.

### Gier eliminiert Regeln

Die Boni der Manager muss sich an langfristigen Kriterien messen, fordert Stürmer. Es sei normal, dass Menschen Anreizsysteme an ihre Grenzen führen, also müssten sie angepasst werden. Der für die Zahlung maßgebliche Zeitraum müsse über mindestens einen halben Zyklus gehen. Ulbrich hält es für unmöglich, einen richtigen Zeitraum zu definieren, und berichtet von einem Asset Manager, der nach fünf Jahren auf der Höhe des Zyklus eine unglaublich hohe Bonuszahlung eingestrichen hat. Anschließend musste der Bestand drastisch abgewertet werden.

Der durch hohe Boni ausgelöste Gier kann Ulbrich dann etwas Positives abgewinnen, wenn Werte und Arbeitsplätze geschaffen werden. „Gier gehört zu den Grundelementen des Lebens, das kann man nicht abschaffen“, urteilt auch Aengevelt. Doch Gier sei auch gefährlich, weil sie die Regeln eliminiere, mindestens aber relative. Ulbrich möchte keine gesetzliche Boniregelung. „Wir schlagen auf 99 Prozent ein, um 1 Prozent zu treffen“, gibt er zu bedenken.

**EXPO REAL 2009**  
München, 5. - 7. Oktober

Besuchen Sie uns:  
Halle B2, Stand B2.440-541

Stadt Köln & Partner

Der Oberbürgermeister



Stadt Köln

## Und wann kommen Sie nach Köln?

Almiral/EUI Ltd., Adobe, CMS/Hasche Sigle, Congstar, Ewie/einfach, Electronic Arts, Fortis, Freshfields Bruckhaus Döringer, Generali Deutschland Holding, Granada, HDI-Gerling, Lanxess, Lufthansa, Mapfre Empresas, Microsoft, MindTree, Mitsui Sumitomo Insurance, Pilsner Urquell, Rödl & Partner, RTL, Sany Heavy Industry, Siemens Healthcare Diagnostics Products, Tente, Uniplan, Unitymedia, Verlagsgruppe Lübbe, Wigle Media, Wipro, Wolters Kluwer – führende Unternehmen, die mit ihren Standortentscheidungen zur Stärkung der Domstadt beitragen und für immer neue Rekordmeldungen auf dem Kölner Immobilienmarkt sorgen.

St hat Köln nach den Spitzenwerten der letzten Jahre als einziger Standort unter den sechs führenden deutschen Immobilienzentren für 2008 ein Plus zu verzeichnen. Um über vier Prozent hat die Domstadt zugelegt und mit 290.000 Quadratmetern ihren bislang zweithöchsten Flächenumsatz erreicht. Dank ausgezeichneter Eckdaten bei der Bevölkerungsentwicklung und den Bürobeschäftigtenzahlen stehen die Zeichen auch weiterhin auf Stabilität und so bietet Köln stets neue hochkarätige Projekte und beste Perspektiven. Überzeugen Sie sich selbst.

Apt für Wirtschaftsförderung, Stadthaus, Willy-Brandt-Platz 2, 50679 Köln, Tel. 0221/221-25765, Fax 0221/221-26686  
wirtschaftsfoerderung@stadt-koeln.de, www.stadt-koeln.de