

IMMOBILIENBEWERTUNG BEI INDIREKTEN IMMOBILIENANLAGEN: KOLLEKTIVENTSCHEID VERSUS EINZELENTSCHEID

Prof. Dr. Andreas Roider
Prof. Dr. Steffen Sebastian

Herausgeber: **IRE|BS** International Real Estate Business School, Universität Regensburg
www.irebs.de
ISSN 2197 - 7720
Copyright © **IRE|BS** International Real Estate Business School 2012, alle Rechte vorbehalten

Verantwortlich für den Inhalt dieses Bandes: Prof. Dr. Andreas Roider, Lehrstuhl für Volkswirtschaftslehre, Prof. Dr. Steffen Sebastian, Lehrstuhl für Immobilienfinanzierung, Universität Regensburg

RECHTLICHE HINWEISE

ZUGANG

Die Publikation von und der Zugang zu Informationen in dieser Studie kann durch lokale Vorschriften in gewissen Ländern eingeschränkt sein. Diese Studie richtet sich ausdrücklich nicht an Personen in Staaten, in denen (aufgrund der Staatsangehörigkeit bzw. des Wohnsitzes der jeweiligen Person oder aus anderen Gründen) entsprechende Einschränkungen gelten. Insbesondere richtet sich die Studie nicht an Bürger der USA sowie an Personen, die in den USA oder in einem ihrer Territorien, Besitzungen oder sonstigen Gebieten, die der Gerichtshoheit der USA unterstehen, wohnhaft sind oder dort ihren gewöhnlichen Aufenthalt haben. Personen, für welche entsprechende Beschränkungen gelten, dürfen nicht, weder online noch in anderer Form, auf diese Studie zugreifen.

KEIN ANGEBOT

Der Inhalt dieser Studie dient ausschließlich Informationszwecken und stellt keine Werbung, kein Angebot und keine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder zum Tätigen irgendwelcher Anlagegeschäfte oder sonstiger Transaktionen dar. Diese Studie (einschließlich der darin enthaltenen Informationen und Meinungen) stellt keine Anlageberatung dar und sollte nicht als solche aufgefasst werden. Potentielle Investoren sind gehalten, spezifische Beratung einzuholen und Anlageentscheide gestützt auf ihre individuellen Anlageziele sowie ihre finanziellen und steuerlichen Gegebenheiten zu treffen.

HAFTUNGSAUSSCHLUSS

Die Autoren sind darum bemüht, dass diese in dieser Studie enthaltenen Informationen zum Zeitpunkt ihrer Veröffentlichung richtig und vollständig sind und aus zuverlässigen Quellen stammen. Die Autoren lehnen jedoch jegliche Verantwortung für die Genauigkeit, Zuverlässigkeit, Aktualität und Vollständigkeit der hierin wiedergegebenen Informationen und Meinungen ab. Die Autoren lehnen ausdrücklich jegliche Haftung für Verluste oder Schäden ab, die sich aus der Nutzung dieser Studie oder dem Vertrauen in die darin enthaltenen Informationen ergeben könnten, einschließlich Gewinnauffälle oder anderer direkter und indirekter Schäden.

**Immobilienbewertung bei indirekten Immobilienanlagen:
Kollektiventscheid versus Einzelentscheid**

Gutachten im Auftrag des
Bundesverbands der Immobilien-Investment-Sachverständigen (BIIS)

Prof. Dr. Andreas Roider

Inhaber des Lehrstuhls für Volkswirtschaftslehre
Institut für Volkswirtschaftslehre, Universität Regensburg

Prof. Dr. Steffen Sebastian

Inhaber des Lehrstuhl für Immobilienfinanzierung
IREBS Institut für Immobilienwirtschaft, Universität Regensburg

24.01.2013

EXECUTIVE SUMMARY

Immobilienbewertung bei indirekten Immobilienanlagen: Kollektiventscheid versus Einzelentscheid

von Andreas Roider und Steffen Sebastian

Im Kontext der Immobilienbewertung von indirekten Immobilienanlagen ist aus Sicht der Anleger eindeutig der Kollektiventscheid dem Einzelentscheid überlegen. Die Vorteile des Einzelentscheids (vor allem Geschwindigkeit, Kosten) sind im Kontext der Wertermittlung bei indirekten Immobilienanlagen von sehr geringer Relevanz. Die für offene Immobilienfonds entwickelte Best Practice sollte für alle Formen der indirekten Immobilienanlage (geschlossene Fonds, REITs, Immobilien-Aktiengesellschaften) gleichermaßen verpflichtend gelten.

Die Vorteile des Kollektiventscheids können sich nur entfalten, wenn die Grundlage für eine unabhängige Bewertung gegeben ist. Essentiell sind hier eindeutige Rotationsregeln mit einer Cooling-Down-Periode, die nicht (bspw. durch Nachfolgebestellung von Partnern eines Zusammenschlusses) umgangen werden können.

Sinnvolle Verbesserungsmöglichkeiten zur weiteren Stärkung der Unabhängigkeit von Gutachtern sehen wir

1. in einer verstärkten Unabhängigkeit der Gutachter untereinander, die dahingehend zum Ausdruck kommen sollte, dass die Ermessensentscheidungen zunächst gleichzeitig und unabhängig voneinander geäußert werden sollten („verschlossener Umschlag“), bevor eine gemeinsame Festlegung durch einen intensiven Argumentationsaustausch getroffen wird. Die vorgeschlagene Vorgehensweise ist strukturell nicht mit einem bloßen Mittelwertverfahren zu vergleichen.
2. Eine vorzeitige Abbestellung der Gutachter innerhalb des 6-Jahres-Zeitraum sollte nicht möglich sein.
3. Weiterhin sollte überprüft werden, ob die Begrenzung auf 30% des Einkommens nicht auf 20 % abgesenkt werden sollte.
4. Die wesentlichen Bestandteile der Gutachten sollten veröffentlicht werden, um externe Ex-post-Kontrollen durch Analysten, Anlegervertreter und Wissenschaft zu ermöglichen.

Einflussfaktoren auf die Vorteilhaftigkeit von Kollektiventscheidungen

Aufgrund wachsender Komplexität von Entscheidungsproblemen und stärkerer Demokratisierung im Arbeitsprozess werden Entscheidungen in Wirtschaft und Verwaltung vielfach von einer Gruppe von Entscheidungsträgern getroffen. Dadurch sollen ausgewogenere und bessere Entscheidungen sowie eine höhere Sicherheit bei Entscheidungen unter Unsicherheiten, gewährleistet werden. Zudem führt der interpersonelle Austausch der Entscheidungsträger zu einer Diskussion der fachlichen Sachverhalte, wodurch die Entscheidung durch die erhöhte fachliche Expertise stärker fundiert und weniger fehlerbehaftet ist.

Einflussfaktoren auf die Vorteilhaftigkeit von Individualentscheidungen

Einzelentscheidungen benötigen gewöhnlich einen kürzeren Zeitraum als Gruppenentscheidungen. In Situationen, in denen schnelle Entscheidungen notwendig sind, kann die Dauer einer Kollegialentscheidung ein großes Problem darstellen. Des Weiteren handelt es sich bei Gruppenentscheidungen um kollektive Entscheidungen, für die eine Gruppe nur gemeinschaftlich die Verantwortung übernimmt. Insbesondere in sehr großen Gruppen kann es daher zu einer mangelnden Identifikation mit der Entscheidung kommen. Sofern Gruppenmitglieder nicht für fehlerhafte Entscheidungen haften, kann es zu „Trittbrettfahrer“-Verhalten kommen, d.h. die Entscheider setzen sich nicht oder nur unzureichend mit dem Sachverhalt auseinander. Zudem sind Individualentscheidungen in der Regel mit einem geringeren Aufwand an Kosten und Zeit verbunden.

Bewertung von Offenen Immobilienfonds

Die Bewertung von komplexen gewerblichen Großimmobilien bedarf bereits für die Tatsachenfeststellung zu Objekt- und relevantem Teilmarkt einer besonderen Sorgfalt. Zudem ist die Wertermittlung bezüglich der maßgeblichen Bewertungsparameter (Ansatz der marktüblichen Mieten und des Kapitalisierungszinssatzes) mit erheblichen Ermessensspielräumen verbunden, die sehr hohe Auswirkungen auf den Verkehrswert haben. Diese Problematik können Sachverständigenausschüsse (SVA) als Kollektive besser adressieren als Einzelgutachter. Zudem können sich SVA besser Beeinflussungen durch die Kapitalanlagegesellschaft (KAG) entziehen. Die Kontrollfunktion des Fondsmanagement ist somit beim Kollektiventscheid besser gewährleistet.

Die für die Wertermittlung auch im Quartalsturnus zur Verfügung stehende Zeit ist für die Entscheidung zugunsten eines Individual- oder eines Kollektiventscheids ohne Bedeutung, da diese in beiden Fällen ausreichend sein wird. Auch im Falle von Ankaufsgutachten erscheint ein Zeitvorteil nicht relevant, so dass auch hier nur in Ausnahmefällen der

Einzelentscheid vorteilhaftig sein wird. Durch die Begrenzung der Anzahl der Personen im Sachverständigenausschuss auf maximal drei, die gesamtschuldnerische persönliche Haftung jedes Ausschussmitglieds sowie die formale Gleichstellung innerhalb des Ausschusses sind alle Mitglieder in die Verantwortung eingebunden und ein Trittbrettfahrer-Verhalten wenig attraktiv.

Kosten

Ein empirischer Vergleich der Kosten der Wertermittlung bei offenen Immobilienfonds aus dem Jahren 2010/2011 zeigt, dass ein Verzicht auf das Sachverständigengremium zugunsten von Einzelgutachtern lediglich zu einer Renditeverbesserung von 0,0055% bzw. 0,55 Basispunkten führen würde. Angesichts der mit Einzelbewertungsentscheidungen einhergehenden größeren Bewertungsunsicherheit stellt dies aus Sicht des Anlegers, auch unter Berücksichtigung der Gesamtverwaltungskosten in Höhe von 150 bis 180 Basispunkten eine vernachlässigbare Größe dar.

INHALTSVERZEICHNIS

EXECUTIVE SUMMARY	2
1 EINLEITUNG	6
2 WERTERMITTLUNG BEI IMMOBILIENFONDS.....	8
2.1 Entwicklung der rechtlichen Grundlagen	8
2.2 Darstellung der Wertermittlung bei Offenen Immobilienfonds	10
2.3 Kostenunterschiede	11
3 ANALYSE AUS WIRTSCHAFTSWISSENSCHAFTLICHER SICHT.....	15
3.1 Trend zur Gremienbildung	15
3.2 Wissenschaftliche Überlegungen zu Kollektiventscheid versus Einzelentscheid ...	16
3.3 Empirische Evidenz zu Kollektiventscheid versus Einzelentscheid	20
3.4 Ergebnis: Einzelentscheid versus Kollektiventscheid aus wissenschaftlicher Sicht	22
4 SCHLUSSBETRACHTUNG	24
5 LITERATURVERZEICHNIS	26
6 ANHANG	28
6.1 Gremien in der Öffentlichen Verwaltung	28
6.2 Gremien in der Jurisdiktion: Kollegial-Gerichte	28
6.3 Gremien in der Wirtschaft: Kontrollorgane mit Entscheidungskompetenz.....	29
6.4 Gremien in der Wirtschaft: Kontrollorgane ohne eigene Entscheidungskompetenz	29

1 EINLEITUNG

Im Zuge der ersten Krise einiger Offener Immobilienfonds in den Jahren 2004/2005 waren insbesondere auch die Wertermittlungen der öffentlichen Kritik in den Medien ausgesetzt. Auch in der wissenschaftlichen Literatur wurde die Bewertung der Offenen Immobilienfonds verschiedentlich einer kritischen Überprüfung unterzogen (vgl. z.B. Schnaidt/Sebastian 2011; Gläser et al. 2010). Fraglich war dabei immer wieder, wie unabhängig der Gutachter tatsächlich von der Kapitalanlagegesellschaft (KAG) ist. Da der Gutachter vom Fondsmanagement bestellt wird, besteht ein natürlicher Konflikt zwischen der Kontrollfunktion des Gutachters und der wirtschaftlichen Beziehung zwischen Auftragnehmer und Auftraggeber. Der Gesetzgeber hat zum einen diesen Interessenskonflikt und zum anderen die besondere Bedeutung der Bewertung für die indirekte Immobilienanlage erkannt. In jüngerer Zeit wurde daher die Bewertung von offenen Immobilienfonds durch das Investmentmodernisierungsgesetz, dem Investmentänderungsgesetz und dem Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz in den Jahren 2004, 2008 und 2011 modifiziert. Hierbei wurden die Anforderungen an die Unabhängigkeit der Gutachter regelmäßig verschärft.

Während hierdurch die Unabhängigkeit der Sachverständigen in Zukunft weitmöglichst gewährleistet erscheint, stellt sich die Frage, welche optimale Personenzahl ein Sachverständigenausschuss haben sollte. Durch das InvÄG 2007 wurde die Zahl von üblicherweise etwa zwölf auf genau drei Mitglieder begrenzt. Im aktuellen Kabinettsbeschluss zum AIFM-D wird nunmehr vorgeschlagen, beim offenen und geschlossenen Immobilienfonds auf die Bewertung durch einen Sachverständigenausschuss zu verzichten. Hingegen soll die Bewertung durch einen Gutachter zulässig bzw. sogar zwingend erforderlich sein.¹

¹ § 250 Nr. 1 KAGB-E idF KabE des AIFM-UmsG vom 12.12.2012

Der Kabinettsbeschluss enthält keine Anhaltspunkte, warum dies eine Verbesserung gegenüber den durch o.a. Rechtentwicklung gesetzten Standards darstellt. Die Bewertung von Immobilien ist im besonderen Maße durch einen breiten Ermessensspielraum gekennzeichnet. So sind Abweichungen von bis zu 20% und mehr zwischen zwei Wertgutachten keine Seltenheit, was auch durch höchstrichterliche Rechtsprechung wiederholt anerkannt wurde (vgl. Ranker 2006, S. 233 f.) Aus aktuellem Anlass stellt sich daher die Frage, ob ein Kollektiventscheid oder ein Einzelentscheid der bessere Ansatz für die Immobilienbewertung von indirekten Immobilienanlagen ist. Naturgemäß ist dies aus der Sichtweise des Anlegers zu überprüfen. Hierbei sind zum einen der Anlegerschutz, zum anderen aber auch Kostenaspekte zu berücksichtigen.

2 WERTERMITTLUNG BEI IMMOBILIENFONDS

2.1 ENTWICKLUNG DER RECHTLICHEN GRUNDLAGEN

Die Bewertung bei offenen Immobilienfonds nach §32 KAGG wurde nach der Einführung des KAGG im Jahre 1969 bis zum Jahr 2002 nicht geändert. Zur Erhöhung der Unabhängigkeit wurden erstmals 2002 durch das 4. Finanzmarktförderungsgesetz (FMFG) in §32 Abs. 2 KAGG die neuen Sätze 2 und 3 eingefügt. Nach Satz 2 wurde die Tätigkeit eines Ausschussmitglieds erstmals zeitlich auf 5 Jahre beschränkt, um etwaigen drohenden Interessenkonflikten vorzubeugen. Nach Satz 3 war eine Verlängerung der Bestellung um jeweils ein weiteres Jahr möglich, wenn die Einnahmen des Sachverständigen von der KAG im Mittel der letzten vier Jahre 20% seiner Gesamteinnahmen nicht überschritten haben und er zuvor eine entsprechende Erklärung abgegeben hat. Durch das Investmentmodernisierungsgesetz (InvModG) wurde 2004 der §32 KAGG in §77 InvG überführt. Hierbei wurden nur die Einnahmengrenze von 20% auf 30% analog der Höhe der 30%-Einnahmengrenze bei Abschlussprüfern nach §319 HGB angehoben.

2007 erfolgte durch das Investmentänderungsgesetz (InvÄG) eine umfassende Neuordnung des §77 InvG und eine weitere Verschärfung der Regelung zur Sicherung der Unabhängigkeit der Gutachter. Diese beinhaltet drei wesentliche Maßnahmen:²

1. Neben der Unabhängigkeit des einzelnen Sachverständigen als Ausschussmitglied wurde auch die Unabhängigkeit des Sachverständigenausschusses (SVA) als selbständiges Organ der Kapitalanlagegesellschaft festgeschrieben. Insbesondere darf die KAG keinen Einfluss auf den Geschäftsverteilungsplan nehmen und eine Teilnahme von KAG-Vertretern an SVA-Sitzungen ist nicht zulässig.

² Weiterhin wurde verlangt, dass Angehörige von Zusammenschlüssen nur dann als Ausschussmitglieder zugelassen werden dürfen, wenn jegliche Interessenkonflikte ausgeschlossen sind und auch Unabhängigkeit gegenüber den anderen Ausschussmitgliedern besteht. Zudem ist das Muster der SVA-Geschäftsordnung mit der BaFin abzustimmen. Weiterhin wird in §77 Abs. 1a InvG der gesetzliche Mindestinhalt der Geschäftsordnung festgelegt.

2. Ein SVA besteht aus genau drei Mitgliedern. Ggf. hat eine KAG mehrere Ausschüsse zu bilden. Zuvor waren Gesamtausschüsse mit bis zu zwölf Sachverständigen die Regel.
3. Der Hauptgutachter muss zwingend alle zwei Jahre rotieren.

2011 wurde durch das Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz (AnsFuG) zusätzlich festgelegt, dass die Tätigkeit eines Sachverständigen für eine KAG zeitgleich immer nur in einem Ausschuss möglich ist. Zudem wurde die sog. „große“ Rotation eingefügt. Demnach kann ein Sachverständiger nach dem Jahr der Bestellung längstens sechs Jahre für eine KAG tätig sein. Dann muss der Sachverständige zwingend mindestens für zwei Jahre pausieren bevor eine erneute Bestellung möglich ist. Zudem gilt die Einnahmegrenze von 30% nun ab dem zweiten Jahr der Tätigkeit für jedes Jahr und nicht mehr nur im Mittel. Nach Ansicht der BaFin erstreckt sich die sog. Cooling-Down-Periode auch auf die Tätigkeit als Ankaufssachverständiger nach § 67 Abs. 5 InvG und im Fall der Bestellung eines Angehörigen eines Zusammenschlusses von Sachverständigen auch auf die Tätigkeit eines anderen Angehörigen desselben Zusammenschlusses.³ Diese Klarstellung ist sinnvoll und wesentlich, da eine abwechselnde Bestellung von Angehörigen des gleichen Zusammenschlusses die Rotationsregeln ad absurdum führen würde.

Durch die Rotation und die Cooling-Down-Periode von zwei Jahren wurden 2011 im Rahmen des AnsFuG eine deutliche Stärkung der Unabhängigkeit der Gutachter von der KAG erreicht. Der Sachverständige bzw. dessen Zusammenschluss verliert spätestens nach fünf Jahren das Mandat und kann auch nicht darauf vertrauen, nach zwei Jahren wieder erneut bestellt zu werden, da zu diesem Zeitpunkt ein anderer Sachverständiger bzw. ein anderer Zusammenschluss i.d.R. ebenfalls für fünf Jahre tätig sein wird. Weiterhin ist damit zu rechnen, dass der Nachfolger die bisherigen Gutachten kritisch prüft, was einen zusätzlichen Anreiz setzt, die Gutachten unparteiisch zu erstellen.

³ § 2 Abs. 2 und 3 Mustergeschäftsordnung für die Sachverständigenausschüsse idF vom 05.12.2012.

2.2 DARSTELLUNG DER WERTERMITTLUNG BEI OFFENEN IMMOBILIENFONS

Bestellung des Hauptgutachters

Gemäß §3 Abs. 3 der Mustergeschäftsordnung für die Sachverständigen-Ausschüsse von Immobilien-Sondervermögen (MGO) wird für jedes Objekt ein Hauptgutachter bestimmt, der alle zwei Jahre wechselt. Innerhalb von sechs Jahren darf ein Hauptgutachter nur für zwei Jahre bestellt werden. Die Erstellung des Gutachtens erfolgt gemeinsam. Das Gremium entscheidet gemeinsam über die Festlegung aller Bewertungsparameter, insbesondere auch über den Kapitalisierungszinssatz. Der Hauptgutachter erstellt – quasi als Schriftführer des Gremiums - die schriftliche Ausfertigung des Gutachtens. Er hat aber keine größeren Entscheidungsrechte als die Nebengutachter.

Gleichordnungsverhältnis der Gutachter

Die Gutachter sind daher bei der Ausübung der Ermessensentscheidung voneinander unabhängig. Es handelt sich somit aufgrund des Gleichordnungsverhältnisses der Gruppenmitglieder untereinander um einen echten Kollektiventscheid.⁴ Durch den Kollektiventscheid ist es möglich, zumindest einen Teil der Breite der Meinungen des Marktes bei der Festlegung des Ermessens widerzuspiegeln. Zum anderen kann eine fehlerfreie Sachverhaltsaufnahme zu den Objekt- und Marktdaten durch mehrere Personen eher erreicht werden.

Da zudem alle Mitglieder im Außenverhältnis in die gemeinsame Haftung genommen werden können, besteht für jedes Mitglied ein hoher Anreiz zu einer genauen Prüfung der Arbeit der anderen Gutachter. Auch wird ein Gremium in der Regel weniger leicht durch einen Auftraggeber zu beeinflussen sein als ein Einzelgutachter. Insbesondere dieser Aspekt ist für die Unabhängigkeit des Gutachters gegenüber dem Auftraggeber von entscheidender Bedeutung.

⁴ Im Unterschied zum Subordinationsverhältnis (Vorgesetzter, Untergebener). Auch beim Subordinationsverhältnis liegt formal eine Kollektiventscheidung vor, aber der Vorgesetzte kann letztlich die (Ermessens-) Entscheidung alleine treffen.

Besichtigungen

Bei der Erstbewertung erfolgt gem. §8 MGO die erste Besichtigung des zu bewertenden Objekts durch alle drei Mitglieder des Sachverständigengremiums, sofern der voraussichtliche Verkehrswert 50 Millionen Euro übersteigt. Bei einem voraussichtlichen Verkehrswert von 50 bis 25 Millionen Euro ist die Besichtigung durch den Hauptgutachter und einen Nebengutachter ausreichend und bei Verkehrswerten von voraussichtlich unter 25 Millionen Euro nur durch den Hauptgutachter. Anschließend muss das Objekt mindestens alle zwei Jahre vom jeweiligen Hauptgutachter besichtigt werden. Da der Hauptgutachter alle zwei Jahre wechselt, wird das Objekt somit regelmäßig von allen Mitgliedern des Sachverständigenausschusses besichtigt.

Bedeutung der Bewertung bei Offenen Immobilienfonds

Das Gutachtergremium soll im Interesse der Anleger möglichst genau den Wert der Immobilie bestimmen, da dieser Bemessungsgrundlage für den Ausgabe- bzw. Rücknahmepreis ist und somit direkte Auswirkungen auf das Vermögen der Anleger hat. Weiterhin erfüllen die Gutachter eine wichtige Kontrollfunktion des Fondsmanagement. Anhand der Wertsteigerungen bzw. Wertverluste wird maßgeblich der Erfolg des Managements zu messen sein. Das Vertrauen in die korrekte Wertermittlung ist zudem wesentlich für die Stabilität von Offenen Immobilienfonds. Hier ist vor allem die zeitnahe Einwertung von Wertverlusten bedeutsam.

2.3 KOSTENUNTERSCHIEDE

Da bei einem Kollektiventscheid mehrere Personen beteiligt sind, ist davon auszugehen, dass die Kosten der Immobilienbewertung höher sind als bei einem Einzelgutachter.

In nachfolgender Grafik und Tabelle werden die Kosten der Wertermittlung bei Offenen Immobilienfonds in den Jahren 2010 und 2011 inkl. aller Neben- und Reisekosten aufgeführt (ohne USt). Demnach betragen die Kosten der Wertermittlung (bei jährlicher Bewertung) im Durchschnitt etwa 0,0178% des verwalteten Immobilienvermögens. Unter Annahme eines Umsatzsteuersatzes von 19% und einer Fremdkapitalquote von durchschnittlich 30%

ergibt sich eine absolute Renditeminderung von etwa 0,0275%, d.h. ungefähr 3 Basispunkten. Bereits diese erste Analyse zeigt, dass die Kosten der Wertermittlung insgesamt keinen großen Einfluss auf die Rendite einer Anlage in einen Offenen Immobilienfonds haben.

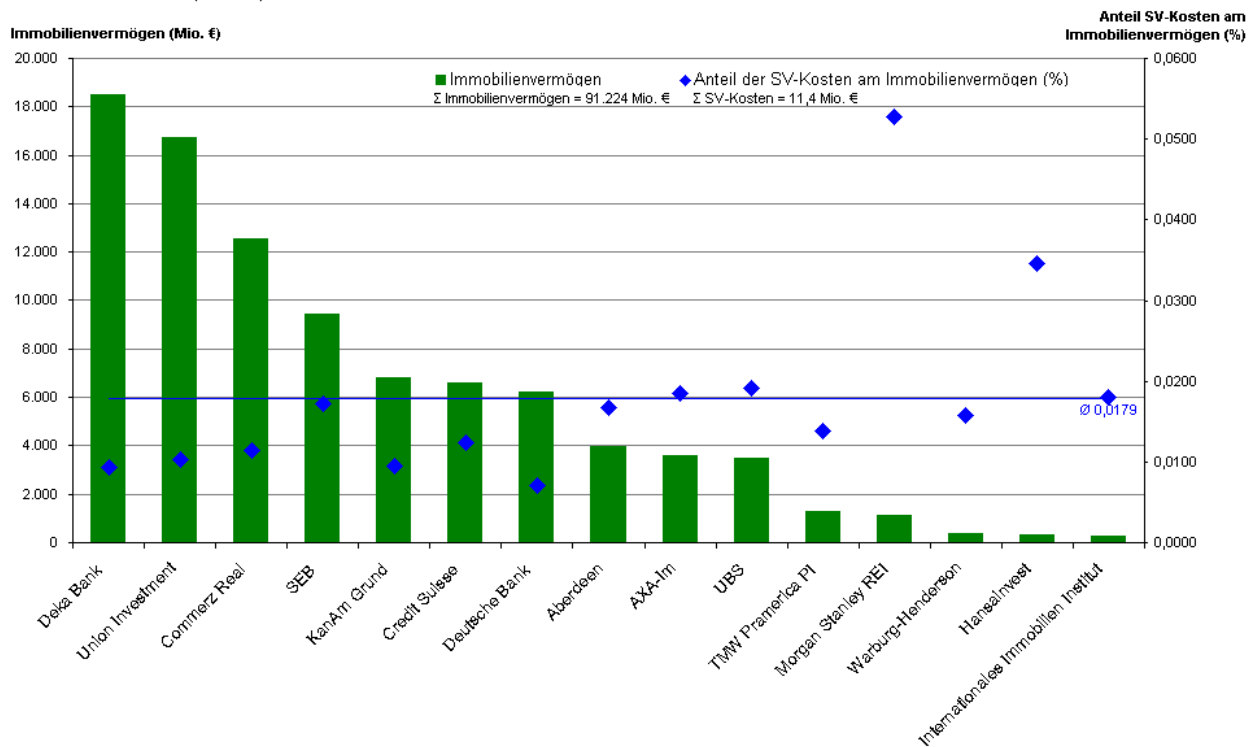
Nach einer Analyse auf Basis der Ertrags- und Aufwandsrechnungen der Publikumsfonds für das Berichtsjahr 2010/2011 des Bundesverband der Immobilien-Investment-Sachverständigen e. V. (BIIS) beträgt das Verhältnis der Honorare für Ankaufsgutachten nach §67 Abs. 5 InvG (Einzelgutachten) und dem Honorar bei Erstbewertung durch einen Sachverständigenausschuss nach §77 InvG etwa 0,6 bis 1 (Mittelwert 0,8). Die Kosten des Einzelentscheids betragen daher im Durchschnitt etwa 80% eines Kollektiventscheids. Ein Verzicht auf das Sachverständigengremium zugunsten von Einzelgutachtern würde deshalb zu einer Renditeverbesserung von ungefähr 0,0055% bzw. 0,55 Basispunkten führen können. Aus Sicht des Anlegers ist dies eine vernachlässigbare Größe.

Die Möglichkeit einer tatsächlichen Kostenreduktion durch Einzelentscheide ist allerdings aus weiteren Gründen zumindest fraglich. Mit Blick auf die Kostenentwicklung im Bereich der Abschlussprüfung lässt sich unter Verweis auf die Marktstrukturen in Frankreich und Dänemark (die Erfahrungen mit Joint Audits gesammelt haben) argumentieren, dass der Joint Audit (insbesondere in Verbindung mit Rotationspflichten und Cooling-Down-Phasen) zu einer höheren Anzahl an Anbietern und damit zu einem intensiveren Preiswettbewerb führen kann (vgl. Soltani und Reikik, 2011). Ein Vergleich der SVA-Kosten (Joint Valuation) für das Jahr 2010/2011 mit der Honorarempfehlung des BVS für Einzelbewertungen ist für diesen vermuteten Zusammenhang zumindest indikativ. Während die SVA-Kosten inklusive aller Nebenkosten bei einer jährlichen Regelbewertung (Nachbewertung) im Median 6.743,00 EUR pro Objekt bei einer durchschnittlichen Objektgröße von 48,8 Mio. EUR betragen, empfiehlt der BVS seinen Mitgliedern für Nachbewertungen bei einer Objektgröße von über 25 Mio. EUR ein Honorar in Höhe von 12.000,00 EUR bis 18.000,00 EUR mit einem Mittelwert von 15.000,00 EUR. Zu diesen Kosten addieren sich nach der BVS-Empfehlung noch Reise- und sonstige Nebenkosten. Unter Berücksichtigung der Tatsache, dass von den 1639 OIF-Bestandsobjekten in 2009/2010 noch 35 Objekte in 2009/2010 angekauft worden sind und deshalb in 2010/2011 für den SVA

Erstbewertungshonorare analog zu Ankaufshonoraren angefallen waren, fällt der Kostenvergleich zu Gunsten der Joint Valuation noch günstiger aus. Der Kostenvergleich und der Vergleich zum Joint Audit in Frankreich und Dänemark legen nahe, dass bereits heute der Kollektiventscheid bei Offenen Immobilien-Publikumsfonds im Vergleich zu einem Einzelentscheid zu wettbewerblich bedingt geringeren Gesamtkosten führt.

Kosten der Wertermittlung bei Offenen Immobilienfonds in den Jahren 2010/2011

inkl. Neben- und Reisekosten (ohne USt)



Kosten der Wertermittlung bei Offenen Immobilienfonds in den Jahren 2010/2011

inkl. Neben- und Reisekosten (ohne USt)

	Objekte gesamt	Immobilien- vermögen gesamt	Ø Objekt- größe	SV- Kosten	SV- Kosten pro Objekt	Anteil SV- Kosten am Immobilien vermögen	SV (ohne Ankaufs- SV, ohne Ersatz- SV)	SV- Kosten pro Kopf	Objekt- klasse VW > 50 Mio.€ SVA	Objekt- klasse 25 < VW < 50 Mio.€ HG + 1NG	Objekt- klasse VW < 25 Mio.€ HG	EU	Nicht-EU
	(#)	(EUR)	(EUR/Obj.)	(EUR)	(EUR/Obj.)	(%)	(#)	(EUR/SV)	(%des VW)	(%des VW)	(%des VW)	(%des VW)	(%des VW)
KanAm US-grundinvest Fonds	2	34.330.898	17.165.449	52.500	26.250	0,1529	4	13.125	0	55,7	44,3	0	100
Morgan Stanley P2 Value	32	1.124.166.928	35.130.217	593.148	18.536	0,0528	3	197.716	65,3	24,9	9,8	77,8	22,2
AXA Immoresidential	6	83.900.000	13.983.333	43.239	7.207	0,0515	3	14.413	0	34,3	65,7	100	0
UBS (D) 3 Kontinente Immobilien	26	571.900.000	21.996.154	252.408	9.708	0,0441	3	84.136	28,5	26,9	44,6	92,7	7,3
CS-WV IMMOFONDS	1	8.500.000	8.500.000	3.577	3.577	0,0421	3	1.192	0	0	100	100	0
HANSAIMMOBILIA	29	340.300.000	11.734.483	117.765	4.061	0,0346	6	19.628	0	27,7	72,3	97,3	2,7
DEGI Global Business	11	382.000.000	34.727.273	124.547	11.322	0,0326	9	13.839	14,3	69,7	16	94	6
CS Property Dynamik	18	510.500.000	28.361.111	137.155	7.620	0,0269	6	22.859	20,2	60,1	19,7	100	0
SEB Global Property Fund	21	511.500.000	24.357.143	135.435	6.449	0,0265	6	22.573	10,7	48,5	40,8	63	37
SEB ImmoPortfolio Target Return Fund	49	1.498.000.000	30.571.429	331.559	6.767	0,0221	6	55.260	49,3	24,9	25,8	88,2	11,8
DEGI German Business	19	380.300.000	20.015.789	81.335	4.281	0,0214	9	9.037	0	64	36	100	0
AXA Immoselect	67	3.125.600.000	46.650.746	574.001	8.567	0,0184	3	191.334	66,2	22,4	11,4	100	0
KanAm SPEZIAL grundinvest Fonds	14	624.991.949	44.642.282	112.340	8.024	0,0180	3	37.447	69,5	15,1	15,4	100	0
INTER ImmoProfil	20	283.300.000	14.165.000	50.846	2.542	0,0179	6	8.474	0	39,4	60,6	100	0
Warburg-Henderson Deutschland Fonds Nr.1	10	369.470.000	36.947.000	58.223	5.822	0,0158	6	9.704	56,8	17,7	25,5	100	0
SEB ImmoInvest	149	7.420.400.000	49.801.342	1.160.188	7.786	0,0156	6	193.365	68,7	20,6	10,7	82,4	17,6
DEGI International	29	1.914.300.000	66.010.345	289.481	9.982	0,0151	9	32.165	82,1	10,9	7	80,9	19,1
UBS (D) Euroinvest	54	2.900.000.000	53.703.704	413.179	7.651	0,0142	3	137.726	67,8	20,5	11,7	100	0
TMW Immobilien Weltfonds	26	1.266.817.000	48.723.731	174.687	6.719	0,0138	6	29.115	54,9	35,4	9,7	74,6	25,4
DEGI Europa	18	1.302.800.000	72.377.778	167.298	9.294	0,0128	9	18.589	77,4	22,6	0	100	0
AXA Immosolutions	9	370.500.000	41.166.667	46.916	5.213	0,0127	3	15.639	56,7	22,1	21,2	100	0
Unilmmo: Deutschland	55	5.120.600.000	93.101.818	622.795	11.324	0,0122	6	103.799	88,6	9,8	1,6	100	0
hausinvest	128	12.529.000.000	97.882.813	1.427.639	11.153	0,0114	9	158.627	90,2	7,1	2,7	88,6	11,4
CS Euroreal	103	6.075.600.000	58.986.408	678.612	6.588	0,0112	7	96.945	77,4	14,3	8,3	100	0
WestInvest Inter Select	110	5.289.300.000	48.084.545	587.220	5.338	0,0111	6	97.870	70,1	18,7	11,2	100	0
Unilnstitutional European Real Estate	51	1.751.800.000	34.349.020	172.595	3.384	0,0099	6	28.766	51,3	28,5	20,2	91,7	8,3
Unilmmo: Europa	77	7.087.400.000	92.044.156	666.841	8.660	0,0094	6	111.140	88,1	9,4	2,5	79,5	20,5
DEKA-ImmobilienEuropa	159	10.145.774.553	63.809.903	942.622	5.928	0,0093	6	157.104	78,6	14,1	7,3	97,1	2,9
Unilmmo: Global	42	2.784.600.000	66.300.000	252.621	6.015	0,0091	6	42.104	84,7	10,6	4,7	56,9	43,1
grundbesitz europa	39	3.014.900.000	77.305.128	269.861	6.920	0,0090	3	89.954	86,2	9,5	4,3	100	0
KanAm grundinvest Fonds	52	6.127.572.483	117.837.932	476.228	9.158	0,0078	3	158.743	93,1	5,8	1,1	100	21,3
DEKA-ImmobilienGlobal	32	3.052.093.850	95.377.933	193.873	6.059	0,0064	6	32.312	91,6	6,8	1,6	38,5	61,5
grundbesitz global	51	3.221.900.000	63.174.510	175.365	3.439	0,0054	3	58.455	74,2	22,9	2,9	53,4	46,6
Gesamt	1.509	91.224.117.660	60.453.358	11.386.102	7.545	0,0179							

Quelle: Jahresberichte 2010/20111

3 ANALYSE AUS WIRTSCHAFTSWISSENSCHAFTLICHER SICHT

3.1 TREND ZUR GREMIENBILDUNG

Unternehmensentscheidungen werden zunehmend nicht mehr von einem einzelnen Experten, sondern von Teams von Entscheidern getroffen.⁵ Begründet wird dieser Trend in der populären Diskussion häufig mit einer wachsenden Komplexität der sich stellenden Probleme und einer Tendenz hin zu einer „Demokratisierung“ von Entscheidungsprozessen. Die Gremienbildung soll also einerseits zu einer höheren Qualität der Entscheidungen führen; insbesondere wenn es sich um komplexe Entscheidungen in einem unsicheren Umfeld handelt (was in der Praxis die Regel sein wird). Dies basiert auf der Vorstellung, dass Kollektiventscheidungen aufgrund von mehr Informationen und (möglicherweise divergenten) Standpunkten intensiver diskutiert und dadurch stärker sachlich fundiert werden. Darüber hinaus erhofft man sich vielfach eine stärkere Einbindung, der von der jeweiligen Entscheidung Betroffenen und dadurch eine höhere Legitimation der Entscheidung.

Ziel dieses Abschnittes ist es, aus einer wissenschaftlichen Perspektive heraus zu bewerten, unter welchen Umständen es sich als vorteilhaft erweist, Probleme und Aufgaben von Gruppen und nicht von einem Einzelnen lösen zu lassen. Abschnitt 3.2. betrachtet die verschiedenen Vor- und Nachteile von Einzel- bzw. Kollektiventscheidungen aus einer theoretischen Perspektive. Abschnitt 3.3. stellt die Ergebnisse der empirischen Studien, die es zu dieser Fragestellung gibt, dar. Abschnitt 3.4. fasst schließlich die Argumente zusammen.

⁵ Insbesondere öffentliche Behörden und Gerichte treffen ab einer bestimmten Hierarchieebene Entscheidungen in der Regel kollektiv. Auch in der Wirtschaft werden als Kontrollorgane Betriebsräte und Aufsichtsgremien bestellt (siehe Übersicht in Anhang 6.1, S. 29).

3.2 WISSENSCHAFTLICHE ÜBERLEGUNGEN ZU KOLLEKTIVENTSCHEID VERSUS EINZELENTSCHEID

Grundstruktur des Begutachtungsprozesses

Welche Gründe sprechen aus einer wissenschaftlichen Perspektive für einen Kollektiventscheid bzw. Einzelentscheid? Dazu ist es aus einer theoretischen Sicht sinnvoll, die *Tätigkeit der Gutachter* (als von der Kapitalanlagegesellschaft Beauftragte) in einerseits die *Informationsbeschaffung* über das entsprechende Objekt bzw. den relevanten Teilmarkt und andererseits die *Informationsverarbeitung* (d.h. die eigentliche Bewertung des Objekts) zu gliedern, wobei sich bei der Informationsverarbeitung Ermessensspielräume eröffnen. Welche Bewertung sich schlussendlich ergibt, hängt beim Kollektiventscheid wiederum davon ab, wie der *Abstimmungsprozess in der Gruppe* strukturiert ist.

Ziel der Begutachtungsprozesses

Ziel des Begutachtungsprozesses aus Sicht der Anleger ist eine präzise, zeitnahe und kostengünstige Bewertung des Objekts. Anhand dieser Kriterien wird der Vergleich von Kollektiv- und Einzelentscheid erfolgen. Inwieweit diese Ziele erreicht werden, wird aus theoretischer Perspektive neben der *Qualifikation der Gutachter* auch von den *Anreizen* beeinflusst, denen sich die Gutachter gegenüber sehen. Neben dem Berufsethos spielen dabei die Art der Entlohnung sowie die Aussicht auf Wiederbeschäftigung (und damit verbundene Reputationsüberlegungen) potentiell eine Rolle.

Auswahl des theoretischen Ansatzes

Zum Vergleich von Kollektiv- und Einzelentscheid wird im Folgenden auf das moderne *mikroökonomische Analyseinstrumentarium* zurückgegriffen; insbesondere die Entscheidungs- und Spieltheorie (vgl. z.B. Feess, 2004). Ausgangspunkt ist dabei zunächst die Annahme, dass die beteiligten Akteure sich rational und strategisch verhalten, d.h. mögliche Reaktionen anderer Beteiligter antizipieren. Ergänzt wird die spieltheoretische Analyse durch jüngste Erkenntnisse der *Verhaltensökonomik*, die verschiedene systematische Abweichungen von perfekter Rationalität (z.B. bei der Einschätzung von Wahrscheinlichkeiten) dokumentiert hat.

Kollektiventscheid versus Einzelentscheid aus theoretischer Perspektive

Für den Vergleich von Kollektiv- und Einzelentscheid ergeben sich aus theoretischer Perspektive in Hinblick auf die Informationsbeschaffung, die Informationsverarbeitung und die Anreize der Gutachter die folgenden Überlegungen.

Bei der *Informationsbeschaffung* spricht für den Kollektiventscheid, dass durch die Beteiligung mehrerer Gutachter die zum Objekt und zum relevanten Teilmarkt zu beschaffenden Informationen und Unterlagen eine höhere Daten- und Informationsdichte aufweisen sollten als dies bei einem Einzelentscheid der Fall ist. Dabei ist zu beachten, dass dieser Effekt aus einer theoretischen Perspektive im Prinzip dadurch abgeschwächt werden könnte, dass sich durch die spätere Möglichkeit, auf die Einschätzungen seiner Kollegen zurückgreifen zu können, für den einzelnen Gutachter im Vergleich zu einem Einzelentscheid geringere Anreize ergeben, sich selbst umfassend zu informieren („Trittbrettfahrerverhalten“). Dieser Aspekt erscheint aber im vorliegenden Fall mit einem relativ kleinen Gutachtergremium und einem abgestuften, arbeitsteiligen Verfahren der Informationsbeschaffung (wie es in den gesetzlichen Regelungen und der Muster-Geschäftsordnung für SVAs angelegt ist) kaum von Bedeutung zu sein. Der Kollektiventscheid wird also bei der Informationsbeschaffung den Einzelentscheid dominieren.

Bei der *Informationsverarbeitung* werden die individuellen Einschätzungen der Gutachter zu einer abschließenden Bewertung zusammengeführt. In die individuellen Einschätzungen der Gutachter fließen dabei Überlegungen hinsichtlich der zum Stichtag erzielbaren marktüblichen Miete und der sich daraus ergebenden Marktrendite zum Stichtag ein. Aus der Verhaltensökonomik ist nun bekannt, dass ökonomischen Entscheidern bei Unsicherheit (z.B. hinsichtlich der zum Stichtag erzielbaren marktüblichen Miete oder des marktkonformen Kapitalisierungszinssatzes) zum Teil systematische Fehler unterlaufen. Für einen Kollektiventscheid würde vor diesem Hintergrund die interne Qualitätskontrolle (Mehr-Augen-Prinzip) bei der Bewertung sprechen, wenn sich aus den unterschiedlichen individuellen Einschätzungen ein besseres Gesamturteil ergibt.

Ob dies der Fall ist, hängt bei einem Kollektiventscheid entscheidend davon ab, nach welchem Verfahren die Bewertung aus den individuellen Einschätzungen gebildet wird.

Wenn die Gleichordnung der Gutachter (und deren Unabhängigkeit voneinander) nicht gewährleistet ist oder wenn einer der Gutachter eine dominante Rolle einnimmt, besteht die Gefahr, dass die Einschätzungen bestimmter Gutachter nicht substantiell in die Bewertung einfließen (z.B. weil abweichende Einschätzungen nicht geäußert oder ignoriert werden). Dieser Gefahr kann auf zweierlei Art begegnet werden. Zum einen sollte die Gleichordnung und Unabhängigkeit der Gutachter untereinander sichergestellt werden. Zum anderen sollten alle Gutachter im Idealfall eine erste Einschätzung abgeben ohne die Einschätzungen der anderen Gutachter zu kennen.

Die Anleger haben ein Interesse an einer präzisen Bewertung des jeweiligen Objekts, die von den Gutachtern geliefert werden soll. Aus einer theoretischen Perspektive heraus handelt es sich deshalb um ein so genanntes Prinzipal-Agenten-Problem, bei dem durch geeignete Anreize (Rahmenbedingungen) sichergestellt werden sollte, dass die Gutachter (als „Agenten“) eine möglichst präzise, marktorientierte und fundiert begründete Bewertung für die Anleger (als „Prinzipal“) liefern. Neben finanziellen Anreizen für eine möglichst präzise Bewertung werden Gutachter (einzeln oder als Kollektiv) auch an ihrer Reputation hinsichtlich der Güte Ihrer Einschätzungen interessiert sein. Durch die gemeinsame Verantwortlichkeit für die Bewertung ist auch beim Kollektiventscheid sichergestellt, dass sich daraus starke Anreize für eine fundierte Bewertung ergeben.

Ein weiterer wichtiger Aspekt in der Beziehung zwischen Anlegern, Fondsmanagement und Gutachtern ist, dass die Interessen der Anleger und die des jeweiligen Fondsmanagements nicht notwendigerweise gleichgerichtet sind. Aus diesem Grund erscheint es - unabhängig davon ob es sich um einen Kollektiv- oder Einzelentscheid handelt - von hoher Bedeutung zu sein, die Unabhängigkeit der Gutachter vom Fondsmanagement zu gewährleisten. Vor diesem Hintergrund sollte das Fondsmanagement so wenig wie möglich die Gutachter an sich binden können. Darüber hinaus ist der regelmäßige Wechsel der Gutachter (Rotation) gem. §77 InvG dazu geeignet, die Gefahr eines kollusiven Zusammenwirkens von Gutachtern und Fondsmanagement weiter zu minimieren. Die Gefahr einer derartigen Kollusion ist bei einem Kollektiventscheid (mit seiner gegenseitigen internen Kontrolle) wesentlich geringer einzuschätzen als bei einem Einzelentscheid. Zur Sicherstellung, dass

die Auswahl der Gutachter durch das Fondsmanagement nicht Interessen geleitet erfolgt, könnte angedacht werden, dass der unabhängige Vertreter der Anleger im Aufsichtsrat der

Bestellung von Gutachtern ausdrücklich zustimmen muss. Weiterhin wäre es sinnvoll, dass innerhalb des Sechs-Jahres-Zeitraums auch die Abbestellung der Gutachter nicht möglich ist, um die Unabhängigkeit gegenüber dem Fondsmanagement während der Tätigkeit zu verstärken.

Die folgende Tabelle fasst die Argumente zusammen.

Tabelle 2: Übersicht zur theoretischen Analyse

Kriterium	Kollektiventscheid
Transaktionskosten	
- Zeitaufwand	negativ
- (Lohn)-Kosten	neutral
Informationsbeschaffung	
- Trittbrettfahrerverhalten	neutral
- Sozialer Druck	positiv
- Mehrere Einschätzungen	positiv
Informationsverarbeitung	
- Analyse komplexer Zusammenhänge	positiv
- Interne Kontrolle	positiv
	Entscheidende Bedeutung (Unabhängigkeit und Gleichordnung): sicherstellen und erste Einschätzung anonym
- Abstimmungsverfahren	
Prinzipal-Agenten-Problematik	
- Reputationsanreize	neutral
- Unabhängigkeit vom Fondmanagement (Auswahl und Rotation)	Bei Einzel- und Kollektiventscheid wichtig
- Kollusionsgefahr (mit dem Fondmanagement)	positiv
Evidenz	
<ul style="list-style-type: none"> • Gruppen sind rationaler, analytischer, machen weniger Fehler und sind strategischer. • Gruppen sind stärker eigennutzorientiert. • Gruppenentscheidungen sind problematisch in "Sozialen-Dilemma"-Situationen. 	

3.3 EMPIRISCHE EVIDENZ ZU KOLLEKTIVENTSCHEID VERSUS EINZELENTSCHEID

Die empirische Evidenz zu den verschiedenen theoretischen Hypothesen zum Unterschied von Kollektiventscheid und Einzelentscheid ist noch in einem frühen Stadium. Die existenten Studien beschäftigen sich zudem nicht direkt mit der Bewertung von Immobilien. Zwei Stränge der empirischen Literatur liefern aber dennoch Anhaltspunkte für den Vergleich von Kollektiventscheid und Einzelentscheid.

Zum einen sind dies empirische Studien zum Joint Audit im Bereich der Abschlussprüfung, bei dem Unternehmen von mehr als einem unabhängigen Abschlussprüfer geprüft werden. Diese Studien beziehen sich auf verpflichtende Joint Audits in Frankreich und Dänemark, sowie die Möglichkeit freiwilliger Joint Audits beispielsweise in Deutschland, Österreich oder Schweden (vgl. Baldauf und Steckel, 2012; Haapamäki et al., 2012; Lesage et al., 2012). Die Bewertung von Immobilien im Rahmen eines Sachverständigenausschusses ist mit Joint Audits konzeptionell hinreichend vergleichbar, um die empirischen Befunde zu Joint Audits für die vorliegende Diskussion relevant erscheinen zu lassen. Diese empirische Forschung liefert nun in der Tat erste Hinweise darauf, dass sich durch Joint Audits die Prüfqualität erhöhen lässt. Dabei sollte nicht unerwähnt bleiben, dass die positiven Erfahrungen in Frankreich und Dänemark der EU-Kommission als Vorlage für das EU-Grundbuch für die Abschlussprüfer im Jahr 2011 gedient haben. Aus einer methodischen Perspektive ist an den empirischen Studien zum Joint Audit allerdings problematisch, dass sich verschiedene Länder natürlich nicht nur hinsichtlich ihrer Regelungen zur Abschlussprüfung unterscheiden. Bei einer freiwilligen Entscheidung für einen Joint Audit können darüber hinaus Selektionseffekte nicht ausgeschlossen werden, d.h. dass sich die Unternehmen, die sich für einen Joint Audit entscheiden, systematisch von Unternehmen unterscheiden, die dies nicht tun.

Diese methodischen Probleme werden in der experimentellen Wirtschaftsforschung zu Gruppenentscheidungen umgangen (vgl. Charness und Sutter, 2012). In der experimentellen Wirtschaftsforschung werden Entscheidungssituationen unter kontrollierten Bedingungen mit Versuchspersonen simuliert. Die Versuchspersonen erhalten dabei finanzielle Anreize für ein möglichst erfolgreiches Verhalten. Dadurch ist es

möglich nur einen Aspekt zu variieren (also im konkreten Fall Einzelentscheid versus Kollektiventscheid), das übrige Entscheidungsumfeld konstant zu halten und so den kausalen Effekt einer Veränderung der Entscheidungsfindung auf das Ergebnis zu messen. Diese Identifizierung eines kausalen Effekts ist mit Daten aus der Praxis schwieriger, da sich die Entscheidungssituationen, in denen ein Einzelentscheid angewendet wird, von den Entscheidungssituationen bzw. Rahmenbedingungen unterscheiden werden, in denen ein Kollektiventscheid zum Einsatz kommt (für eine Einführung in die experimentelle Wirtschaftsforschung vgl. z.B. Friedman und Cassar, 2004).

Aus den experimentellen Studien (die in der Regel Individualentscheidungen mit Gruppenentscheidungen von zwei bis drei Akteuren vergleichen) lassen sich die folgenden beiden Hauptkenntnisse destillieren:

Erstens, Gruppen verhalten sich bei Entscheidungen rationaler als Individuen. Zurückzuführen ist dies im Wesentlichen auf die Kommunikation und den Austausch in der Gruppe. Konkret bedeutet dies, dass Gruppen analytischer vorgehen und ihnen weniger logische Fehler unterlaufen. Dies zeigt sich insbesondere bei der Bewertung unsicherer Ereignisse, bei denen Individuen immer wieder Fehler unterlaufen (vgl. z.B. Oechssler, Roider und Schmitz, 2009). Außerdem denken Gruppen strategischer, d.h. sie antizipieren das Verhalten anderer Akteure besser und reagieren entsprechend darauf.

Zweitens zeigt sich, dass Gruppen als Ganzes gegenüber anderen Akteuren stärker eigennutzorientiert agieren. Gruppen lassen sich also bei Ihren Entscheidungen tendenziell weniger von Fairness- oder Reziprozitätsüberlegungen im Hinblick auf andere Akteure leiten. Dabei ist jedoch zu beachten, dass sich höhere Rationalität und Eigennutzorientierung in bestimmten Situationen (die jedoch die unabhängige Immobilienbewertung gerade nicht einschließen) für eine Gruppe als nachteilig erweisen können. Dies gilt für Situationen, in denen Kooperation mit Dritten Erfolg versprechender wäre als eine (kurzfristige) Orientierung auf den eigenen Erfolg. Dies ist in „Sozialen-Dilemma“-Situationen - wie z.B. dem berühmten Gefangenendilemma - der Fall, in denen nicht die Verfolgung des unmittelbaren Eigennutzes, sondern die (irrationale) Kooperation mit den anderen Akteuren den individuellen Gewinn maximieren würde.

Die experimentelle Wirtschaftsforschung identifiziert somit Dimensionen, in denen Gruppen bessere Entscheidungen treffen als Individuen. Allerdings existieren bisher noch keine systematischen Studien zur optimalen Größe von Gruppen, da sich die experimentellen Arbeiten im Wesentlichen auf Gruppen von zwei bis drei Individuen beschränken.

3.4 ERGEBNIS: EINZELENTSCHEID VERSUS KOLLEKTIVENTSCHEID AUS WISSENSCHAFTLICHER SICHT

Welches Fazit ergibt sich nun in der Zusammenschau aus der wirtschaftswissenschaftlichen Forschung zu Einzelentscheid versus Kollektiventscheid? Informationsbeschaffung und Informationsverarbeitung zum zu bewertenden Objekt werden dazu vor dem Hintergrund des Ziels einer präzisen, zeitnahen und kostengünstigen Bewertung miteinander verglichen.

Einzelentscheid. Wenn es um die Geschwindigkeit der Entscheidungsfindung geht, dann ist ein Einzelentscheid dem Kollektiventscheid in der Regel überlegen. Außerdem wird ein Einzelentscheid häufig mit einem geringeren Mehraufwand an Kosten verbunden sein als ein Kollektiventscheid. Dabei ist jedoch zu beachten, dass – wie am Beispiel des Joint Audit diskutiert – Kollektivstrukturen möglicherweise auch zu einem stärkeren Wettbewerb und damit niedrigeren Preisen als beim Einzelentscheid führen können. Ein Einzelentscheid wäre darüber hinaus dann vorteilhaft, wenn es wichtig wäre, die Verantwortung für eine Entscheidung einem Einzelnen zuordnen zu können.

Kollektiventscheid. Der Hauptvorteil des Kollektiventscheids liegt in den tendenziell rationaleren, präziseren Entscheidungen von Gruppen im Vergleich zu Individuen. Gruppen gehen in der Regel analytischer vor und machen weniger logische Fehler; insbesondere beim Umgang mit Unsicherheiten. Zurückzuführen ist dies auf eine breitere Informationsbasis, zusätzliche Informationen und eine damit einhergehende vertiefte Kontrolle. Für Immobilienbewertungen ist dieser Aspekt aufgrund des hohen Ermessensspielraums von besonderer Bedeutung.

Ein weiterer positiver Effekt dieser vertieften Kontrolle bei einem Kollektiventscheid ist zudem die Reduktion der Kollusions- bzw. Korruptionsgefahr. Problematisch könnte es bei einem Kollektiventscheid sein, dass jedes einzelne Gruppenmitglied ggf. einen reduzierten

Anreiz hat, sich selbständig umfassend zu informieren. Diese Gefahr würde sich mit einer wachsenden Personenanzahl in der Gruppe, einer nicht klaren Zuordnung von Verantwortlichkeiten sowie einer Aufweichung der Haftung des einzelnen Gruppenmitglieds durch den Kollektiventscheid erhöhen. Die Begrenzung des §77 InvG auf genau drei Mitglieder im Sachverständigenausschuss und eine bei jeder Bewertung eindeutige Zuordnung der Tätigkeit der Gruppenmitglieder auf ihre Eigenschaft als Haupt- bzw. Nebengutachter verhindert dieses Problem.⁶ Zudem sind in Wertgutachten die Tatsachenfeststellungen und die zugrunde gelegten Unterlagen, Informationen und Auskünfte detailliert schriftlich niederzulegen. Aufgrund der Honorarverteilung zwischen den Gruppenmitgliedern und der gesamtschuldnerischen Haftung aller Gruppenmitglieder im Außenverhältnis entsteht ein hoher sozialer und finanzieller Druck auf jedes einzelne Ausschussmitglied, die ihm zugewiesene Tätigkeit umfassend und sorgfältig auszuführen. Von Bedeutung ist auch, dass sich für den Anleger durch die gesamtschuldnerische Haftung in Verbindung mit der individuellen Haftpflichtversicherung jedes Gutachters ein kumulativer Versicherungsschutz ergibt, der dreimal so hoch ist wie beim Einzelgutachter.

Bei einem Kollektiventscheid ist es darüber hinaus von zentraler Bedeutung, nach welchen Regeln die abschließende Entscheidung getroffen wird. Besonders wichtig erscheint eine Gleichordnung und Unabhängigkeit der Gruppenmitglieder untereinander, um Konformitätsdruck auszuschließen und das Gruppenpotential voll ausnutzen zu können. Beim Sachverständigenausschuss im Sinne des § 77 InvG ist die Gleichordnung aller Ausschussmitglieder gesetzlich vorgeschrieben. Um eine faktische Meinungsdominanz eines einzelnen Ausschussmitglieds zu vermeiden, könnte daran gedacht werden, erste Einschätzungen zu Bewertungsparametern zunächst simultan „im verschlossenen Umschlag“ abzugeben, (d.h. in Unkenntnis der Einschätzungen der Bewertungsparameter der anderen Ausschussmitglieder).

⁶ Im Rahmen dieser Arbeit konnte die optimale Größe (Personenzahl) dieses Gremiums nicht eindeutig bestimmt werden. In jedem Fall ist es aber sinnvoll, die Anzahl der Personen zu begrenzen, um eine hohe Identifikation der Mitglieder mit der Arbeit des Gremiums zu erreichen.

4 SCHLUSSBETRACHTUNG

Der entscheidende Faktor für eine qualitative Überlegenheit der einen über die andere Methode ist ihr Kontext. Aus unserer Sicht überwiegen im Bereich der Immobilienbewertung bei indirekten Immobilienanlagen eindeutig die Vorteile des Kollektiventscheids. Insbesondere die Problematik des hohen Ermessensspielraums bei der Bewertung wird vom Kollektiventscheid deutlich besser adressiert. Eventuelle Vorteile des Einzelentscheids sind für Immobilienbewertungen im Bestand nicht von Relevanz (bspw. Geschwindigkeit der Entscheidung) oder nicht bedeutsam (bspw. Kosten).

Aus wissenschaftlicher Sicht führt daher der Sachverständigenausschuss in der aktuellen Form zu einer deutlich besseren, d.h. präziseren Bewertung als Einzelgutachter. Insbesondere auch unter dem Aspekt der Unabhängigkeit der Gutachter ist der Kollektiventscheid dem Einzelentscheid vorzuziehen.

Erstellung auch des Ankaufsgutachtens durch den Sachverständigenausschuss

Bei Ankaufsgutachten nach §67 Abs. 5 InvG kann unter Umständen der höhere zeitliche Aufwand von relevantem Nachteil sein. Dennoch sollte auch die Erstbewertung nur dann von einem Einzelgutachter durchgeführt werden dürfen, wenn dies die Umstände des Einzelfalls erfordern (bspw. Verkaufsverhandlungen unter Zeitdruck). Grundsätzlich sollte gerade die Erstellung eines Ankaufsgutachtens aufgrund der kritischen Weichenstellung für ein Immobilienportfolio durch einen – ggf. zusätzlichen - Sachverständigenausschuss erfolgen.

Einheitliche Bewertungsstandards für alle indirekten Anlagen

Es sind daher auch keine Gründe erkennbar, die bei den verschiedenen Anlageformen (offene und geschlossene Fonds, REITs sowie Immobilien-Aktiengesellschaften) niedrigere Qualitätsstandards rechtfertigen würden. Auch wenn bei geschlossenen Konstruktionen die Bewertungsergebnisse nicht wie bei offenen Fonds zur Bemessungsgrundlage einer Auszahlung führen, ist die Bewertung dennoch von zentraler Bedeutung. Insbesondere bei

börsennotierten Vehikeln (REITs und Immobilien-Aktiengesellschaften) ist zur ordnungsgemäßen Funktion des Kapitalmarkts, d.h. zur Kurspflege bzw. der korrekten Bewertung

der Aktien, die Verkehrswertermittlung des Immobilienvermögens die zentrale Informationsgrundlage. Bei geschlossenen Immobilienfonds hat die Bewertung eine besondere Bedeutung unter dem Aspekt des Anlegerschutzes. Ist zudem eine Notierung am Zweitmarkt beabsichtigt, gilt die o.a. Aussage für börsennotierte Vehikel analog. Geht man davon aus, dass bei offenen Immobilienfonds durch die intensive Beschäftigung aller an den verschiedenen Gesetzgebungsverfahren beteiligten Institutionen mittlerweile die Best Practice erarbeitet wurde, so sollte diese auch für alle anderen Vehikel verbindlich werden. Aus Sicht des Anlegers ist in allen Fällen eine unabhängige und präzise Bewertung zu fordern, die am besten der Kollektiventscheid gewährleisten kann.

5 LITERATURVERZEICHNIS

Baldauf, J. und R. Steckel (2012), „Joint Audit and Accuracy of the Auditor’s Report: An Empirical Study“, *International Journal of Economic Sciences and Applied Research*, Vol. 5, S. 7-42.

Charness, G. und M. Sutter (2012), „Groups Make Better Self-Interested Decisions“, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 26, S. 157-176.

Feess, E. (2004), *Mikroökonomie: Eine spieltheoretisch- und anwendungsorientierte Einführung*, Metropolis Verlag, Marburg.

Friedman, D. und A. Cassar (2004), *Economics Lab: An Introduction to Experimental Economics*, Routledge, London.

Gläsner, S.M., Thomas, M. und D. Schiereck (2010), „Lack of German Real Estate Fund Volatility – Is the Market or the Valuer to Blame“, in Gläsner, S.M. (Ed.), *Return Patterns of German Open-End Real Estate Funds – An Empirical Explanation of Smooth Fund Returns*, Peter Lang, Frankfurt, S. 35-56.

Haapamäki, E., Järvinen, T., Niemi, L. und M. Zerni (2012), „Do Joint Audits Improve Audit Quality? Evidence from Voluntary Joint Audits“, *European Accounting Review*, Vol. 21, S. 731-765.

Lesage, C., Ratzinger-Sakel, N. und J. Kettunen (2012), „Is Joint Audit Good or Bad? Efficiency Perspective Evidence From Three European Countries“, *Audit and Assurance Conference*, London.

Oechssler, J., Roider, A. und P. Schmitz (2009), „Cognitive Abilities and Behavioral Biases“, *Journal of Economic Behavior and Organization*, Vol. 72, S. 147-152.

Soltani, B. und C. Rekik (2011), „Factors Affecting Audit Fees in Europe: France, Germany, and the UK“, *Diskussionspapier*, Universite Paris 1 Pantheon-Sorbonne.

Ranker, D. (2006), *Immobilienbewertung nach HGB und IFRS: Auslegung, Konzeption und Einzelfragen der Bilanzierung des Anlagevermögens*, Erich von Schmidt, Berlin (30. Oktober 2006)

Schnaidt, T. und S. Sebastian (2011), „German Valuation: Review of Methods and Legal Framework“, *Journal of Property Investment & Finance*, Vol. 30(2), S. 145-158.

6 ANHANG

6.1 GREMIEN IN DER ÖFFENTLICHEN VERWALTUNG

- **Verwendung bei erhöhtem Entscheidungsspielraum**
- **verschiedenste Arten von Beratungs-/Entscheidungseinheiten: Führungskollegien, Ausschüsse, Planungs-/Projektgruppen, Konferenzen usw.**
- Rat der EZB: Oberstes Beschlussorgan, Festlegung Richtlinien Geldpolitik
- Bundes- /Länder- /Gemeindeparlamente, Parteigremien
- Berufungen von Hochschullehrern im Berufungsausschuss (§ 18 Abs. 4 Bayr. Hochschulpersonalgesetz)
- kollegiale Leitungsorgane der Verwaltung (Universitäten, Kliniken, Lehrerkollegien)
- Berufungsprüfungen: Industrie- und Handelskammer, Handwerkskammer (Prüfungsausschuss mind. 3 Mitglieder (§40 Abs. 1,2 BBiG))
- Kollegialorgane der Sozialträger und Kirchen (z.B. Vertreterversammlung KBV mit 60 Mitgliedern (§ 77 Absatz 4 SGB V))
- Gutachterausschüsse der öffentlichen Behörden
- Europäischer Rechnungshof (EuRH, Art. 285-287 AEU-Vertrag)

Sachverständigenausschüsse

- Bundesverband unabhängiger Pflegesachverständiger und Pflegeberaterinnen e.V. (Beschlussgremium §213 Abs.2 SGB V, z.B. Festsetzung von Arzneimittelfestbeträgen)
- SV-Rat für Umweltfragen (GMBl. 1972, Nr. 3, Seite 27, Gutachten für die Bundesregierung, Rat besteht aus 7 Universitätsprofessoren verschiedener Disziplinen)
- SV-Rat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (SachVerstRatG, Gutachten & Darstellung der wirtschaftlichen Lage und Entwicklung)
- SV-Ausschuss Kapitalanlagegesellschaften (InvG §77, SVA aus 3 SV)
- SV-Ausschuss im Deutschen Institut für Normung (DIN) (Normenausschüsse des DIN führen interessierte Kreise für ein Normungsvorhaben zusammen, nach Beschluss öffentliches Einspruchsverfahren für Norm-Entwürfe)

6.2 GREMIEN IN DER JURISDIKTION: KOLLEGIAL-GERICHTE

- Ein vorsitzender Richter und mind. zwei beisitzende Richter, z.B. Kammern/Senate.
- §15a BVerfGG: Berufung/Zusammensetzung von Kammern: jede Kammer besteht aus 3 Richtern.

6.3 GREMIEN IN DER WIRTSCHAFT: KONTROLLORGANE MIT ENTSCHEIDUNGSKOMPETENZ

- **Vorstand**
- **Betriebsrat** (Arbeitnehmervertretung, §80 BetrVG) - Übertragen von Aufgaben an Ausschüsse; Betriebsvereinbarungen von Betriebsrat und Arbeitgeber (§BetrVG)
- **Aufsichtsrat** (§ 95 AktG: mind. 3 Mitglieder, §107 AktG: AG, KGaA, (GmbH freiwillig)), einige Geschäfte nur mit Zustimmung des Aufsichtsrats (§111 AktG)

6.4 GREMIEN IN DER WIRTSCHAFT: KONTROLLORGANE OHNE EIGENE ENTSCHEIDUNGSKOMPETENZ

- **Interne Revision:** organisationsinterne Prüfungen (AktG § 91 Abs.2: Überwachungssystem, evtl. KWG § 25a Abs.1 Nr.1)
- **Rechnungswesen:** Wirtschaftsprüferordnung (§2 WiPrO): Joint Audit (Gemeinschaftsprüfung, Prüfungsstandard IDW PS 140)
- **Finanzwesen**
Kreditwirtschaftsgesetz (KWG): Kreditausschuss §13 Abs.2 KWG: Einstimmiger Beschluss aller Geschäftsleiter für Großkredite
Ratingagenturen (Zur Banken-/Finanzaufsicht, SolvV §52: Anerkennung Ratingagentur durch BaFin): Ratingempfehlung von zwei Analysten (Junior- und Senior-Analyst), Rating-Komitee entscheidet darüber (Anlehnung an internationalen Standard IOSCO-Kodex)

