

Inhaltsverzeichnis

1	Investmentmarktrisiken im Überblick
2	Finanzierungsrisiken
3	Anlagerisiken
3.1	Ökonomische Einflussfaktoren der Immobilienwerte
3.2	Determinanten des DCF-Modells
3.3	Gleichgewichtsansätze
4	Zusätzliche Risiken bei der Auslandsanlage
5	Zusammenfassung
6	Literaturverzeichnis

1 Investmentmarktrisiken im Überblick

In diesem Buch wird eine Vielzahl von Risiken behandelt, denen Immobilienanlagen unterliegen. Sie erstrecken sich vom Bauzyklus und Mietausfall bis hin zur demografischen Entwicklung sowie zu Risiken im Portfoliokontext. Manche Risiken spielen in der kurzen Frist eine Rolle, andere sind nur langfristig relevant. Entsprechend fordert das Investmentgesetz (§ 80b), dass Kapitalanlagegesellschaften Risikomanagementsysteme für eine sehr große Spannweite von Risiken anwenden. Besonders genannt werden „Adressenausfall-, Zinsänderungs-, Währungs- sowie sonstige Marktpreisrisiken, operationelle Risiken und Liquiditätsrisiken“. In diesem Kapitel soll vorgestellt werden, worin die im Investmentgesetz angesprochenen Marktpreisrisiken einer Immobilienanlage bestehen und welche ökonomischen Faktoren sie beeinflussen. Die hier behandelten Risiken haben eines gemeinsam: Man kann sich gegen sie mit Finanzmarktprodukten absichern. Wie das möglich ist, wird im zweiten Teil dieses Buches zum einen von Piazzolo, zum anderen von Brauer beschrieben. Piazzolo zeigt, wie man das Performancerisiko von Immobilienmarkterträgen allgemein absichern kann. Brauer beschreibt die Instrumente, mit denen man sich gegen ökonomische Teilrisiken bei der Immobilienmarktanlage schützen kann. Beide Artikel sind komplementär zu diesem. Die Darstellung der Marktpreisrisiken wird im vorliegenden Kapitel allgemein gehalten und nicht nur speziell für die Immobilienanlageprodukte vorgestellt, die dem Investmentgesetz unterliegen. Es wird daher auch kurz angesprochen, warum die Quantifizierung bzw. Bewertung der Marktpreisrisiken abhängig vom Immobilienprodukt und der Bewertungsmethode sind.

Einteilung in Finanzierungs- und Anlagerisiken

Die Risiken auf den Investmentmärkten, die wir synonym als Marktpreisrisiken bezeichnen, sind vielfältig; sie haben aber eine Gemeinsamkeit: Sie spiegeln sich im aktuellen Marktpreis bzw. fundamentalen Wert einer Immobilie oder eines Immobilienanlageproduktes wider. Abbildung 1 versucht eine Systematisierung der Marktpreisrisiken. Grob lassen sich diese Risiken in Finanzierungs- und Anlagerisiken einteilen. Unter Finanzrisiken sollen dabei die Risiken verstanden werden, die sich aus der Finanzierungsstruktur einer Immobilienanlage ergeben. Wesentlich sind dabei die Bedingungen der

Fremdkapitalfinanzierung. Unter Anlagerisiken sind die Einflüsse auf die Ertragsseite von Immobilienanlagen zu verstehen. Da für das Management von Immobilieninvestitionen immer auch eine gewisse Liquiditätsquote notwendig ist, liegen die Anlagerisiken in der Höhe der Liquiditätsverzinsung sowie des aus der Immobilie resultierenden Cashflows.

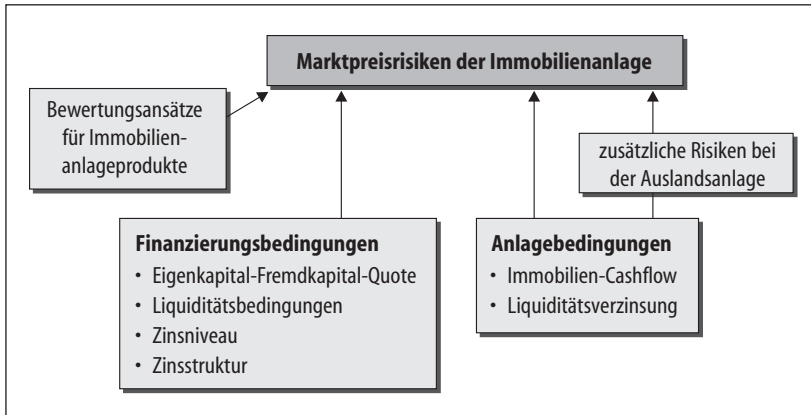


Abb. 1: Investmentmarktrisiken bei Immobilienanlagen

Während die Immobilienkrise Anfang der 90er Jahre durch Risiken auf der Anlageseite ausgelöst wurde, haben in der seit Mitte 2007 andauernden Krise die Finanzierungsrisiken wesentlich zu den Preisrückgängen beigetragen. Zu wenig wurde berücksichtigt, dass bei Investitionsentscheidungen beide Risikoarten genau zu analysieren sind. Die spezifischen Eigenschaften von Immobilienanlagen führen in der Praxis nämlich dazu, dass sie i. d. R. ein Kuppelprodukt aus einer Finanzierung und physischen Immobilien sind. Deutlich wird das durch den wesentlich höheren Anteil fremdfinanzierter Investitionen als bei anderen Vermögensklassen.

Ein zusätzliches Risiko auf den Investmentmärkten ergibt sich bei der Anlage auf ausländischen Märkten. Diskutieren wollen wir dabei die ökonomischen Risiken, die wesentlich auf das Wechselkursrisiko und das Länderrisiko zurückgehen. Wechselkursrisiken betreffen sowohl das Management von Finanzierungs- als auch Anlagerisiken. Regulatorische und rechtliche Risiken, die sich beispielsweise in Kapitalverkehrskontrollen, der Markttransparenz oder der Ausgestaltung von Eigentumsrechten manifestieren, werden bereits im Kapitel von Subroweit in diesem Buch angesprochen.

Die Anlage in Immobilien kann mit Hilfe verschiedener Produkte erfolgen. Möglich ist der Direkterwerb eines einzelnen Objektes oder die indirekte Beteiligung durch den Kauf von Anteilen an Immobilienaktiengesellschaften, REITs, Immobilienmarkderivaten, offenen Immobilienfonds, geschlossenen Immobilienfonds oder Spezialfonds. Die Art des Immobilienanlageproduktes bestimmt dabei in starkem Maß die Wertschwankung der Investition. Dies liegt allerdings nicht daran, dass der Wert einer Immobilie bei den verschiedenen Anlageformen unterschiedlich hoch ist. Er sollte im Gegenteil bei allen

Finanzierungsrisiken haben zur Krise seit 2007 geführt

Zusätzliche Risiken bei Immobilieninvestitionen im Ausland

Bewertungsansätze sind bei Höhe der Marktpreisrisiken entscheidend

Anlageformen den gleichen Verkaufspreis erzielen. Unterschiedlich sind allerdings die Risiken, die bei den verschiedenen Anlageformen eingegangen werden. Beispielsweise spielt bei der Bewertung von Immobilienaktien die Einschätzung des Geschäftsmodells der Aktiengesellschaft, des Managements und des Unternehmensnamens eine zusätzliche Rolle neben dem Wert und dem zu erwartenden Cashflow der Immobilien. Zudem werden alle Faktoren täglich neu an der Börse bewertet. Der Preis von Immobilienaktien wird daher wie bei anderen Aktien mitbestimmt von der allgemeinen Risikofreudigkeit der Anleger und der Höhe der aktuellen Zahlungsbereitschaft für zukünftige Ertragsströme. Preise von Immobilienaktien schwanken daher mit der allgemeinen Tendenz an den Aktienmärkten. Allgemein gilt: Je kapitalmarktnäher ein Immobilienprodukt ist, desto volatiler und damit risikoreicher ist es auch. Offene Immobilienfonds sind beispielsweise sehr kapitalmarktfremd. Die von ihnen gehaltenen Immobilien werden i. d. R. nur einmal jährlich bewertet. Der Immobilienwert wird zudem nicht vom Kapitalmarkt, sondern von Sachverständigen bestimmt. Diese haben die „nachhaltige“ Ertragsfähigkeit zu bewerten. Kurzfristige Marktausschläge bei Vergleichsobjekten, die durch spekulative Exzesse, Knappheitspreise oder -mieten bzw. Notverkäufe zustande kommen, können dabei als nicht nachhaltig vernachlässigt werden. Sie beeinflussen den Wertansatz einer in einem offenen Fonds gehaltenen Immobilie daher nicht. Dadurch sind die Schwankungen der Anteilspreise offener Fonds deutlich geringer als bei anderen Immobilienanlageprodukten, weswegen sie als relativ risikoarm gelten. Im weiteren Verlauf dieses Artikels soll von den Bewertungsansätzen einzelner Immobilienanlageprodukte abstrahiert werden. Stattdessen wird versucht, auf die fundamentalen ökonomischen Treiber einzugehen, die mittelfristig die Nachfrage und das Angebot und damit die Marktpreise von Immobilien bestimmen.

2 Finanzierungsriskien

Der Preisrückgang auf einigen europäischen Gewerbeimmobilienmärkten seit 2007 zeigt den starken Einfluss der Finanzierungsbedingungen sowie der Finanzierungsverfügbarkeit für die Immobilienmärkte. Er legt offen, dass Immobilienanlagen viel stärker als Anleihen-, Aktien- und Rohstoffanlagen ein Kuppelprodukt einer Finanzierung und einer Immobilieninvestition sind, bei der eine Fremdkapitalquote den Immobilienertrag hebelt. Die Bedeutung dieses „Leverage“ ist so groß, dass eine Kreditklemme zum Wegfall ganzer Investorengruppen führen kann. Die aus diesem Grund seit 2007 rückläufige Nachfrage trägt bis in das Jahr 2009 zum Preisverfall von Immobilien bei.

Risiko Fristentransformation

Ein Finanzierungsrisiko besteht darin, dass die Lebensdauer einer Immobilie häufig den Anlagehorizont der Anleger übersteigt. Kurzfristiges Kapital wird langfristig investiert. Es liegt mit anderen Worten eine Fristentransformation vor. Institutionelle Investoren mit beispielsweise einem fünfjährigen Anlagehorizont investieren in eine Immobilie mit 15-jährigem Mietvertrag und 30-jähriger Nutzungsmöglichkeit. Eine Liquiditätsplanung wird dadurch notwendig bzw. eine Regelung, die die daraus entstehenden potenziellen Probleme regelt. In extremer Form tritt das Problem der Fristentransformation bei offenen Immobilienfonds auf, bei denen Privatanleger das Recht zur täglichen Rückgabe ihrer Anteile haben, Fondsgesellschaften die im Fonds gehaltenen

Immobilien jedoch nur in einem mehrere Monate dauernden Verkaufsprozess marktschonend verkaufen können. Das Eigenkapital der Investoren kann also eine andere Fristigkeit als die Kapitalverwendung haben.

Beim Fremdkapital hat der Investor die Wahl der Kreditlaufzeit und kann die damit verbunden Risiken steuern. Besonders in Zeiten einer steilen Zinsstrukturkurve – wenn also langfristige Finanzierungen einen höheren Zins aufweisen als kurzfristige – werden häufig kurze Kreditlaufzeiten gewählt. Gemessen anhand der Swap-Kurve, die eine wichtige Referenzgröße im Finanzierungsgeschäft darstellt, lagen die Zinsen im Durchschnitt der Jahre 1999 bis 2008 im Ein- und Zweijahresbereich um 1,07 und 0,91 Prozentpunkte unter denen im Zehnjahresbereich (siehe auch Abbildung 2). Im einmonatigen Geldmarktbereich sind sie sogar noch einmal 17 Basispunkte, d. h. 0,17 Prozentpunkte, niedriger als im Einjahresbereich gewesen. Dies erklärt, warum viele Investoren kurzfristige Finanzierungen wählen. Diese bergen allerdings zwei Risiken:

Erstens wurden die Liquiditätsrisiken kurzfristiger Finanzierungen vor der Kreditkrise unterschätzt. Als Liquiditätsrisiko kann die Verfügbarkeit einer Anschlussfinanzierung bei auslaufendem Kreditvertrag verstanden werden. Bis 2007 war Liquidität scheinbar unbegrenzt vorhanden, sodass die Sicherheit langfristiger Finanzierungen vielen Investoren nicht notwendig erschien. Seit Sommer 2007 hat sich das gewandelt. Es hat sich gezeigt, dass kurzfristige Finanzierungen sowohl über Bankkredite als auch über Commercial Paper zeitweise nur eingeschränkt zur Verfügung stehen. Auch der Verbriefungsmarkt funktioniert nicht mehr so wie bis 2007. Damit fällt die Hauptfinanzierungsquelle wichtiger Investorengruppen am Immobilienmarkt weg, sodass diejenigen, deren Geschäftsmodell auf einer Fremdkapitalfinanzierung beruht, nicht investieren können. Da sich die Immobilienpreise wie auf anderen Märkten aus Angebot und Nachfrage bestimmen, führt der Wegfall von Fremdkapitalinvestoren zu einer geringen Nachfrage und damit fallenden Preisen, im Extremfall sogar zu Notverkäufen, wenn Investoren keine Anschlussfinanzierung erhalten können.

Zweitens setzen kurzfristige Finanzierungen den Investor dem Risiko steigender Zinsen aus. Dies wird dann akut, wenn ein Kredit ausläuft und zu neuen Konditionen verlängert werden muss. Mit Glück sind die Zinsen gefallen, mit Pech liegen sie höher. Im Zweifelsfall kann ein Zinsanstieg dazu führen, dass die Mieterträge nicht mehr zur Bedienung des Fremdkapitals reichen und sich ein Investitionsprojekt nicht mehr rechnet. Abbildung 2 zeigt die Zinsniveaus zu verschiedenen Zeitpunkten für Laufzeiten zwischen einem und zehn Jahren. Sowohl das Niveau als auch die Form der Zinsstrukturkurve variiert zu verschiedenen Zeitpunkten stark.

Fremdkapitalfinanzierungen mit einer langen Laufzeit sind i. d. R. teurer als kurzfristige. Sie weisen dafür zwei entscheidende Vorteile auf. Zum einen mindern sie das Problem der Verfügbarkeit und das Risiko ungünstiger Konditionen einer Anschlussfinanzierung. Zum anderen sind sie eine Versicherung gegen den Anstieg des allgemeinen Zins- und Renditeniveaus. Steigen beispielsweise auf allen Vermögensmärkten die Risikoprämien, Realzinsen oder Inflationserwartungen an, dann erhöhen sich auch die Anfangsrenditen

Vor- und Nachteile kurzfristiger Finanzierungen

Liquiditätsrisiko

Risiko steigender Zinsen

Langfristige Fremdfinanzierung schützt vor Renditeanstieg

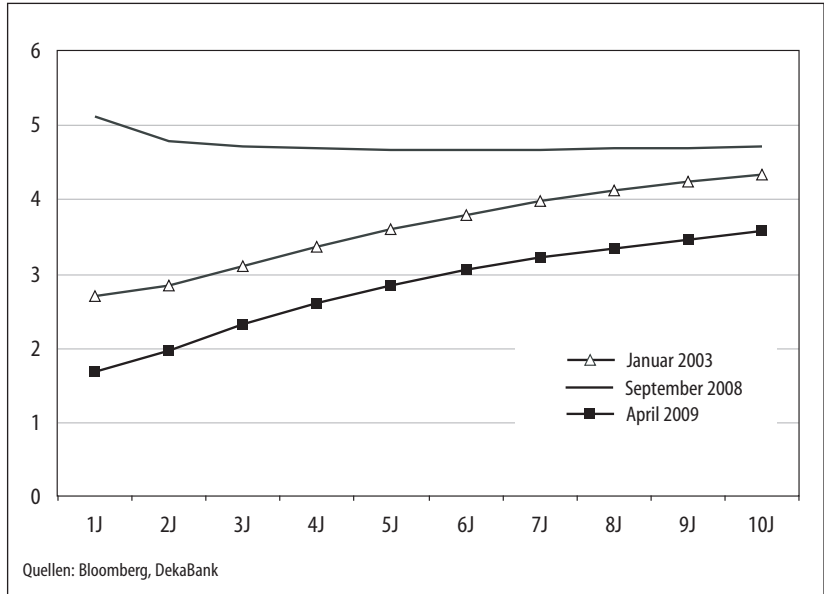


Abb. 2: Swap-Kurve zu verschiedenen Zeitpunkten

auf allen Märkten. Höhere Anfangsrenditen bedeuten für bestehende Anlagen sowohl bei Anleihen als auch bei Immobilienmärkten fallende Preise. Der Wert einer langfristigen Fremdfinanzierung zu festen Zinsen steigt für den Kreditnehmer dagegen, wenn das allgemeine Renditeniveau sich erhöht. Der höhere Wert der Finanzierung mildert dann den Wertrückgang der Immobilien ab oder gleicht ihn sogar aus. Umgekehrt gilt, dass bei fallenden Kapitalmarktzinsen kurzfristige Finanzierungen vorteilhafter sind, da sie eine schnellere Refinanzierung zu niedrigeren Konditionen ermöglichen.

Beispielrechnung: Effekt von Zinsänderungen

Die Bedeutung von steigenden Renditen für den Wert eines zukünftigen Zahlungsstroms wird anhand von Abbildung 3 verdeutlicht. Am Beispiel der Swap-Kurve werden die Zinssätze vom 8. Juni 2009 für Laufzeiten von 2–30 Jahren dargestellt. Der Festzinsempfänger eines Swaps erhält beispielsweise bei einer zehnjährigen Laufzeit einen Zins von 3,81 % p. a. Im Gegenzug zahlt er dem Festzinzzahler einen variablen Zins in Höhe des jeweiligen 3-Monats-Geldmarktzins (Euribor). Steigen nun die Marktzinsen, erhöht sich der Wert des Geschäftes für denjenigen, der den festen Zins zahlen muss, während er sich für denjenigen reduziert, der den festen Zins von 3,81 % über die zehnjährige Laufzeit erhält. In Abbildung 3 sind die Kursverluste einer Festzinsanlage bei einer Erhöhung der Zinsstrukturkurve um 50 bzw. 100 Basispunkte (Bp) dargestellt. Bei 50 Bp Erhöhung würde der Besitzer einer zehnjährigen Anlage Kursverluste von 4,0 % erleiden; bei 100 Bp Erhöhung wären es sogar 7,8 %. Analog würde sich der Wert einer Finanzierung um die gleichen Prozentsätze erhöhen. Die Rechnung kann mit ein paar einschränkenden Annahmen ähnlich für den Wert eines langjährigen Mietvertrages einer Immobilie aufgestellt werden. So verliert ein 30-jähriger Zahlungsstrom einer Immobilie 15,3 % seines Barwertes, wenn die Anfangsrendite von 4,03 % auf 5,03 % ansteigt.

	2J	3J	4J	5J	6J	7J	8J	9J	10J	15J	20J	30J
Swap-Kurve 8.6.2009	2,04	2,48	2,82	3,09	3,3	3,47	3,6	3,72	3,81	4,14	4,21	4,03
Swap-Kurve +50 BP	2,54	2,98	3,32	3,59	3,8	3,97	4,1	4,22	4,31	4,64	4,71	4,53
Gesamtertrag bei Kurvenverschiebung von 50 Bp	-1	-1,4	-1,8	-2,2	-2,6	-3	-3,3	-3,7	-4	-5,3	-6,4	-8,1
Swap-Kurve +100 Bp	3,04	3,48	3,82	4,09	4,3	4,47	4,6	4,72	4,81	5,14	5,21	5,03
Gesamtertrag bei Kurvenverschiebung von 100 Bp	-1,9	-2,8	-3,6	-4,4	-5,2	-5,9	-6,6	-7,2	-7,8	-10,3	-12,2	-15,3
Quellen: Bloomberg, DekaBank												

Abb. 3: Kapitalwertverluste bei Zinserhöhungen

3 Anlagerisiken

Marktpreisrisiken auf der Anlageseite stellen den größten Posten der Risiken auf den Investmentmärkten dar. Sie lassen sich häufig als Veränderung des so genannten Vervielfältigers zusammenfassen. Der Vervielfältiger transformiert die jährliche Miethöhe zu einem Kapitalwert einer Immobilie. So führt ein Vervielfältiger von 20 bei einer voll vermieteten Immobilie mit Mieteinnahmen von 1 Mio. Euro p. a. zu einem Kapitalwert von 20 Mio. Euro.

Die Risiken auf der Anlageseite bestehen aber nicht nur aus der Bewertung des Cashflows der Immobilie. Nicht übersehen werden darf, dass Immobilienanlageprodukte i. d. R. nicht nur aus Immobilien bestehen. Im Vergleich zu anderen Vermögensklassen wird ein viel größerer Teil des Anlagekapitals als Liquiditätsreserve gehalten. Auf die damit verbundenen Performancerisiken soll kurz eingegangen werden, bevor im weiteren Verlauf des Abschnitts die Anlagerisiken im engeren Sinne diskutiert werden.

Der Grund für die Notwendigkeit einer Liquiditätsreserve liegt in der Nichtteilbarkeit von Immobilien. Ein Teilverkauf einer Immobilie ist zur Deckung eines Liquiditätsbedarfs kaum oder nur sehr schwer möglich. Beispielsweise wird ein Bürogebäude meist ganz oder gar nicht verkauft. Eine aufwendige Sanierung eines Gebäudes kann daher nur kreditfinanziert oder aus einer Liquiditätsreserve bezahlt werden. Damit wird i. d. R. ein Liquiditätspolster oder eine Kapitalrücklage notwendig. Die Anlage einer Liquiditätsreserve ist ebenfalls ein Kuppelprodukt zu der Anlage in Immobilien. Bei manchen Immobilienprodukten ist die Liquiditätshaltung sogar gesetzlich vorgeschrieben. So müssen offene Immobilienfonds in Deutschland eine Liquiditätsquote von mindestens 5 % und maximal 49 % aufweisen. Dies soll garantieren, dass sie ihren Zahlungsverpflichtungen jederzeit nachkommen können, ohne zusätzliches Fremdkapital aufnehmen oder Immobilien verkaufen zu müssen. Zahlungsverpflichtungen entstehen aus dem Management der Immobilie, die beispielsweise bei einem Mieterwechsel häufig renoviert werden muss. Wichtig ist aber auch das Recht der Anleger, ihre Immobilienfondsanteile jederzeit zurückgeben zu können. Dies macht eine Liquiditätsreserve notwendig, da die im Fonds gehaltenen Immobilien nicht so schnell am Markt liquidiert werden können, wie das beispielsweise bei Anleihen und Aktien der Fall ist.

Liquiditätsreserve notwendiger Bestandteil jeder Immobilienanlage

Kurz- oder mittelfristig anlegen?

Bei der Mittelanlage stellt sich analog zur Mittelaufnahme die Frage, welche Laufzeit gewählt werden sollte. Kurzfristige Anlagen wie Tagesgelder ermöglichen die jederzeitige Verfügbarkeit des Kapitals, bieten jedoch nur geringe Erträge. Bei mittelfristigen Anlagen ist es umgekehrt. Die Liquiditätsanlage kann einen starken Beitrag zum Gesamtertrag eines Immobilienfonds liefern. So lagen die 3-Monats-Zinsen (Euribor) Mitte 2008 in Euroland bei 4,5 %, Mitte 2009 lediglich nur noch bei knapp 1,5 %. Bei einer 2%igen Liquiditätsquote, wie sie bei offenen Immobilienfonds durchaus üblich ist, führt dies zu einem Performanceverlust von 0,6 Prozentpunkten pro Jahr. In der Praxis sind Mittelanlagen bis zu einem Jahr üblich.

Besichert oder unbesichert anlegen?

Ähnlich entscheidend ist die Frage, ob die Liquidität besichert oder unbesichert angelegt werden soll. Bei besicherten Geldmarktanlagen am so genannten Repomarkt erhält der Kreditgeber vom Kreditnehmer Wertpapiere als Sicherheit. Kann der Kreditnehmer den geliehenen Betrag nicht zurückzahlen, hat der Kreditgeber das Recht, die Sicherheiten zu verwerten. Besicherte Anlagen sind weniger ertragreich als unbesicherte, da dem Investor bei unbesicherten Geldmarktanlagen das Kontrahentenrisiko bleibt. Für besicherte Geldmarktanlagen wird der so genannte Reposatz gezahlt, für unbesicherte Geldmarktanlagen der Euribor-Satz. Während die Zinsdifferenz dieser beiden Geldmarktsätze zwischen 2003 und 2007 im Dreimonatsbereich bei lediglich 11 Bp lag, betrug sie 2008 durchschnittlich 85 Bp.

3.1 Ökonomische Einflussfaktoren der Immobilienwerte

Der Marktpreis einer Immobilie wird von vielen verschiedenen Faktoren beeinflusst. Dazu gehören u. a. die Lage, die Gebäudequalität und die Mieterbonität, die wiederum von zahlreichen Determinanten beeinflusst werden. So vielfältig alle diese Einflussgrößen sind, ihre ökonomischen Wirkungen lassen sich sehr einfach zusammenfassen: Sie spiegeln sich alle im Mietertrag und Wiederverkaufswert einer Immobilie wider. Das zugrunde liegende ökonomische Anlagerisiko einer Immobilieninvestition resultiert damit aus Veränderungen des zukünftigen Mietertrags sowie dem Wiederverkaufspreis bzw. der Bewertung der Immobilie. Ein formaler Ansatz, der diese Einflussfaktoren bei der Bewertung berücksichtigt, ist das Discounted Cash Flow (DCF)-Modell, das auch bei der Bewertung in anderen Vermögensklassen eingesetzt wird. Es drückt den Preis (P) eines Vermögensgegenstandes als abdiskontierten Wert seiner Einnahmen aus [1]. Bei Immobilien sind dies die Nettomiete (M) und der Wiederverkaufspreis. Später anfallende Mieteinnahmen werden mit einem Diskontfaktor (d) abdiskontiert, da sie aus aktueller Sicht einen geringeren ökonomischen Wert darstellen als frühzeitig anstehende Mieteinnahmen:

$$P_t = \text{Miete}_{t=0} + \frac{\text{Miete}_{t=1}}{(1+d)^1} + \dots + \frac{\text{Miete}_{t=T}}{(1+d)^T} + \left(\frac{\text{Wiederverkaufspreis}}{(1+d)^T} \right) \quad (1)$$

Der Diskontfaktor besteht aus einem risikofreien Zins (r) und einer Risikoprämie (p). Unterstellt man nun, dass die Miete jährlich mit einer Rate (g) wächst, lässt sich mit Hilfe der Regel für unendliche geometrische Reihen der Preis vereinfachen wie in Formel 2 ausdrücken (genau genommen unterstellt die Verwendung einer unendlichen geometrischen Reihe eine entsprechende

Restnutzungsdauer. Allerdings stellt die Formel bereits bei einer Restnutzungsdauer von 40 Jahren eine ausreichend gute Annäherung dar):

$$P_t = \sum_{t=0}^{\infty} \text{Miete}_{t=0} \left(\frac{1+g}{1+r+p} \right)^t \quad (2)$$

Dies entspricht:

$$P_t = \text{Miete}_{t=0} \frac{(1+g)}{(r+p)-g} \quad (3)$$

Der Immobilienpreis zum Zeitpunkt t hängt folglich ab von der aktuellen Miete, den Mietperspektiven, dem risikofreien Zins und den Risikoprämien. Diese Zerlegung ermöglicht es, die unterschiedlichen ökonomischen Einflussfaktoren von Immobilienpreisen und damit ihre Risiken isoliert zu analysieren. In der Praxis werden dabei im Gewerbeimmobilienbereich allerdings nicht die Preise selbst, sondern die Nettoanfangsrenditen bzw. Vervielfältiger verwendet. Dadurch lässt sich die Vielfältigkeit von Immobilien umgehen und die Preise unterschiedlicher Objekte vergleichen. Formell wird ausgenutzt, dass die Nettoanfangsrendite (NAR) einer Immobilie dem Quotienten von Miete und Preis entspricht:

$$\text{NAR}_t = \frac{\text{Miete}_t}{P_t} \quad (4)$$

Zusammen mit Formel (3) lässt sich die Nettoanfangsrendite nun unabhängig von der bei jedem Objekt verschiedenen absoluten Dimension der Miete ausdrücken als:

$$\text{NAR} = \frac{(r+p-g)}{(1+g)} \quad (5)$$

Nettoanfangsrendite und Preise hängen damit von den gleichen Faktoren ab. Einflüsse, die zu steigenden Renditen führen, reduzieren die Preise und umgekehrt.

Die meisten ökonometrischen Untersuchungen der Einflussfaktoren von Anfangsrenditen können kaum einheitliche und befriedigende Ergebnisse liefern [2]. Dies mag an der weiterhin teilweise noch dünnen Datenlage, den in manchen Ländern in den 90er Jahren geringen Renditeschwankungen sowie den sich ausgleichenden Einflussfaktoren liegen. Formel 5 liefert daher wichtige Anhaltspunkte, welche Faktoren isoliert betrachtet die Anfangsrenditen und damit die Preise von Immobilien beeinflussen. Je höher die risikofreien Zinsen und die Risikoprämien sind, desto höher sind auch die Anfangsrenditen. Die Erwartung eines höheren langfristigen Mietwachstums mindert dagegen die Anfangsrendite.

In einer wirtschaftlichen Schwächephase sollten die Mietwachstumserwartungen zurückgehen und die Risikoprämien ansteigen. Beides würde zu höheren Renditen beitragen. Allerdings sinken gleichzeitig i. d. R. auch die

Hauptinflussfaktoren von Immobilienpreisen

Unbefriedigende Ergebnisse empirischer Studien

Theoretische Effekte im Konjunkturzyklus

risikofreien Renditen, da die Zentralbanken ihre Leitzinsen senken und die Inflationserwartungen zurückgehen. Der Nettoeffekt von sinkenden risikofreien Zinsen und höheren Risikoprämien sowie fallenden Wachstumserwartungen ist a priori unklar. Die Ergebnisse empirischer Studien sind wie erwähnt uneinheitlich oder nicht stabil. Ein Vergleich mit dem Markt für Unternehmensanleihen ist daher hilfreich. Abbildung 4 zeigt am Beispiel der USA die zyklische Bewegung der Niveaus und der Risikoprämien von BBB-gerateten Unternehmensanleihen. Es ist zu erkennen, dass die Risikoprämien und zeitweise auch die Renditeniveaus der Unternehmensanleihen in den Abschwungphasen zu Beginn des Jahrzehnts und seit 2008 deutlich höher liegen als in der Aufschwungphase dazwischen. Eine ähnliche Entwicklung ist bei den Wertberichtigungen und den Zahlungsrückständen zu erkennen, die speziell für den Gewerbeimmobilienbereich gezeigt werden. Ein Anstieg der Anfangsrenditen von Gewerbeimmobilien erscheint daher in Krisenzeiten geboten.

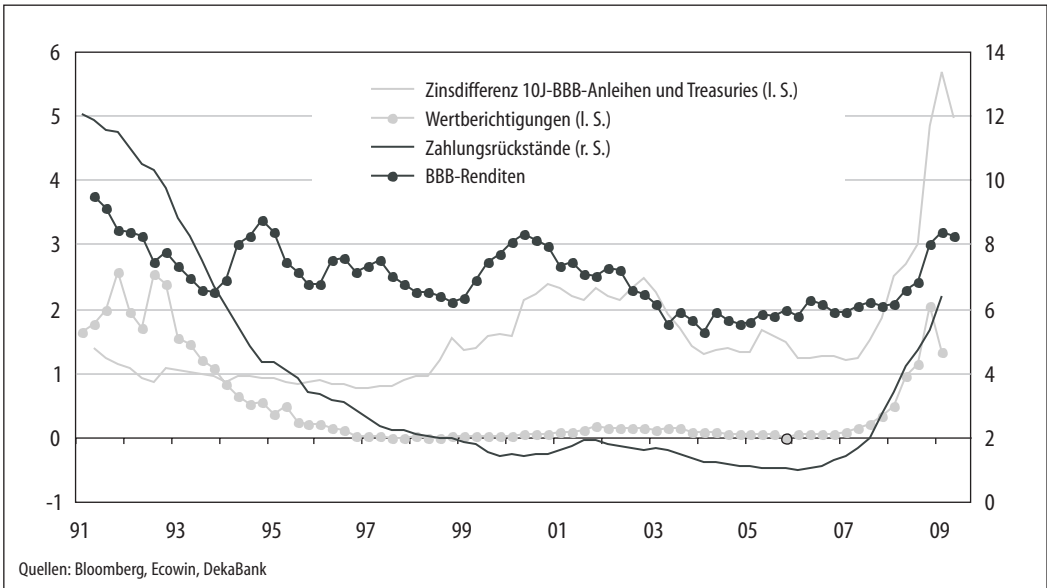


Abb. 4: Zinsniveaus und Risikoprämien für BBB-geratete Unternehmensanleihen sowie Wertberichtigungen und Zahlungsrückstände von Gewerbeimmobilienkrediten in den USA

3.2 Determinanten des DCF-Modells

Eine Möglichkeit, sich der angemessenen Bewertung von Immobilienpreisen ökonomisch zu nähern, ist die Untersuchung der Determinanten des DCF-Modells und wie sie sich voraussichtlich weiter entwickeln werden.

Risikofreier Zins

Als risikofreier Zins gilt normalerweise der Leitzins der Zentralbank. Dies ist der Zins, zu dem sich Geschäftsbanken bei der Zentralbank Geld gegen die Stellung von Sicherheiten leihen können. Die Laufzeit dieser Geschäfte liegt i. d. R. zwischen einem Tag und drei Monaten. Als risikofreier Referenzzins für Immobilienanlagen ist er nur bedingt geeignet, da diese eine wesentlich

längere Laufzeit aufweisen. Häufig werden daher lang laufende Staatsanleihen als Referenzzins verwendet. Sie beinhalten eine Laufzeitenprämie, die der Zinsdifferenz zwischen den verschiedenen Laufzeiten entspricht. Die Renditen von Staatsanleihen sind dafür nicht komplett risikolos, wenngleich ein Zahlungsausfall in den meisten Ländern sehr selten ist. Um tatsächlich langfristige, risikolose Renditen zu berechnen, sollte von den Staatsanleiherenditen der Credit Default Swap (CDS) Spread eines Landes abgezogen werden. Der CDS-Spread ist die Risikoprämie, die Anleger zahlen, die sich für den Zahlungsausfall absichern wollen. Das Kapitel 2 von Brauer in Teil B dieses Buches geht näher auf die technischen Details dieser Absicherungsgeschäfte ein.

Entsprechend der Vielzahl an Risiken auf den Immobilienmärkten sind mehrere Risikoprämien zu unterscheiden, die sich insgesamt zu einer Prämie gegenüber risikofreien Zinsen zusammenaddieren. Zunächst sind länderspezifische Risiken zu nennen. Diese drücken sich sehr gut in den nationalen CDS-Spreads aus. Sofern private Schuldner nicht bonitätsstärker sind als der Staat, sollte die Risikoprämie bei Immobilien nicht geringer ausfallen, als die Risikoprämie des Staates – also des CDS-Spreads. Das Rating eines Staates und die „Country Ceiling“, die Rating Agenturen vergeben, sind beispielsweise ein Indiz dafür, ob private Schuldner möglicherweise besser als staatliche Schuldner angesehen werden. Die Country Ceiling würde dann über dem Rating der Staatsschulden liegen. Zudem kommen immobilienmarktspezifische und objektspezifische Risikoprämien. Da Immobilien illiquider als Staatsanleihen sind, sollte ihre Rendite eine Liquiditätsprämie aufweisen. Die Höhe der Prämie richtet sich nach der Liquidität an einem Standort. Beispielsweise ist der Londoner Markt liquider als der Frankfurter Markt, der wiederum liquider ist als Soest und Paderborn. Je illiquider ein Standort ist, desto wichtiger ist die Mieterbonität. Bei auf dem Kapitalmarkt aktiven Mietern geben die CDS-Spreads erneut eine wichtige Indikation darüber, wie die Ausfallrisiken eines Mieters an den Finanzmärkten eingeschätzt werden.

Häufig unterschätzt wird die Wahrscheinlichkeit eines Mietersausfalls und des ökonomischen Schadens, der dadurch entstehen kann. Entsprechend überschätzt wird die Attraktivität von in Krisenzeiten höheren Anfangsrenditen. Langlaufende Mietverträge sind nur dann ein Schutz gegen fallende Mieten, wenn der Mieter diese Mieten auch langfristig bezahlen kann. Mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit fällt er jedoch aus. Typischerweise ist das Insolvenzrisiko eines Mieters in der Rezession am höchsten, also genau dann, wenn die Flächennachfrage und die Nachvermietungschancen am geringsten sind. Sicherlich besteht die Immobilie nach Ausfall und Auszug eines insolventen Mieters weiter, der aus der Immobilie zu erzielende Cashflow kann sich jedoch dramatisch ändern und damit auch ihr Wert bzw. möglicher Verkaufspreis. Zusammenfassend ist der erwartete Mietertrag ein und derselben langfristig zu konstanten Mieten vermieteten Immobilie in Rezessionszeiten geringer als in wirtschaftlichen Boomzeiten. Dies rechtfertigt eine höhere Risikoprämie in wirtschaftlichen Schwächephasen.

Mietwachstumserwartungen des Immobilienmarktes sind schwer zu messen. Das Mietwachstum korreliert jedoch mit dem nominalen Wachstum des Bruttoinlandsproduktes (BIP). Dies ist zumindest dann der Fall, wenn der Staat nicht zu stark am Immobilienmarkt eingreift. Beispielsweise ist das

Risikoprämien

Risikoprämien auch für Mietausfälle

Wachstums- erwartungen

Neubauvolumen am deutschen Immobilienmarkt subventionsbedingt nach der Wiedervereinigung so stark angestiegen, dass ein Angebotsüberhang geschaffen wurde. Die Mietentwicklung konnte daher in Deutschland seit 1990 mit der Entwicklung des nominalen BIP nicht mithalten. Dies setzt sich wiederum aus der Preisentwicklung und dem realen BIP-Wachstum zusammen. Für die Preisentwicklung und das reale BIP-Wachstum gibt es eine Vielzahl von Prognosen von Forschungsinstituten, internationalen Organisationen und Finanzinstituten. Zusammenfassende und repräsentative Prognosen werden monatlich von Consensus Economics veröffentlicht.

3.3 Gleichgewichtsansätze

Vergleich mit anderen Vermögensklassen

Eine alternative Möglichkeit zur Beurteilung der Angemessenheit von Immobilienpreisen ist der Vergleich von aktuellen Nettoanfangsrenditen und gleichgewichtigen Anfangsrenditen [3]. Während aktuelle NAR am Markt beobachtet werden können, müssen gleichgewichtige Renditen geschätzt werden. Häufig wird dabei zum Ertrag von Staatsanleihen eine für den Immobilienmarkt als angemessen angesehene Risikoprämie addiert. Dadurch wird versucht, Immobilienrenditen mit Renditen anderer Vermögensklassen zu vergleichen. So könnte das Renditeniveau kurzfristiger Fremdfinanzierungen von beispielsweise 2,5 % mit einer Anfangsrendite von Immobilien von 4,5 % verglichen werden. Die Differenz stellt aber nicht die Risikoprämie für Immobilienanlagen dar. Tatsächlich berechnet wird lediglich der laufende Ertrag – der sog. Carry – der fremdfinanzierten Immobilie. „Carry Trades“ spielen auch bei Währungen und Anleihen eine wichtige Rolle. Es zeigt sich allerdings bei allen Vermögensklassen, dass die kurzfristige Fokussierung allein auf den laufenden Ertrag einer Anlage hohe Risiken mit sich bringt. Carry Trade Strategien funktionieren daher meist nur in einem Umfeld hoher Risikobereitschaft und führen bei steigender Risikoaversion zu Verlusten.

Wachstums-erwartungen langfristig zentral

Wie in Formel 5 ersichtlich ist, sind neben dem aus der laufenden Miete bestehenden Carry die Mietwachstums-erwartungen und damit die Preisveränderung wichtig. Die Mietwachstums-erwartungen müssen dabei nicht immer positiv sein. In kräftig wachsenden Volkswirtschaften kann die falsche Vorstellung des mittelfristigen Wachstums zu starken Verzerrungen führen, genauso wie an Standorten, die durch ein starkes Ungleichgewicht von Angebot und Nachfrage gekennzeichnet sind. Beispielsweise hat der Mangel an modernen Gewerbeimmobilienflächen in Osteuropa über Jahre zu sehr hohen Niveaus von Mieten und Anfangsrenditen geführt. Investoren, die nicht berücksichtigt haben, dass ein ansteigendes Neubauvolumen den Angebotsmangel mildert und zu fallenden Mieten beiträgt, werden tendenziell zu niedrige Anfangsrenditen akzeptiert haben. Schließlich führen fallende Mieten zu sinkenden Anfangsrenditen, ohne dass sich der Wert einer Immobilie erhöht. Es spricht einiges dafür, dass die Fokussierung auf den laufenden Ertrag bzw. eine unrealistische Vorstellung von den mittelfristigen Wachstumsperspektiven zu den seit 2007 zu beobachtenden Preisrückgängen vieler Märkten beitragen haben.