Veröffentlicht in

giF im Fokus

1 / 2011

## "Bewertungsfehler am Immobilienmarkt: Identifikation mittels risikobasierter Bewertung und Konsequenzen für das Portfoliomanagement"

S. 12 - 14

Mit freundlicher Genehmigung von Gesellschaft für Immobilienwirtschaftliche Forschung e. V.

(www.gif-ev.de)

Ein Service von: FutureValue Group AG eMail: Kontakt@FutureValue.de Internet: www.FutureValue.de



In der Immobilienwirtschaft und vielen Bereichen der Betriebswirtschaft wird nicht klar genug unterschieden zwischen dem fundamentalen (intrinsischen) Wert eines Assets einerseits und einem geschätzten oder tatsächlich realisierten Preis andererseits. Der fundamentale (Entscheidungs-)Wert entspricht dem sicheren Geldbetrag, der als Äquivalent zu den zukünftigen unsicheren Cashflows des Assets angesehen werden kann.<sup>1</sup> Der (Markt-) Preis ist das Resultat eines Kaufs bzw. Verkaufs und bei heterogenen Assets (wie Immobilien) das Resultat eines Verhandlungsprozesses. Der realisierte Marktpreis einer Immobilientransaktion liegt unterhalb des "Maximalkaufpreises" des Käufers und oberhalb des "Minimalverkaufspreises" des Verkäufers – also innerhalb einer Bandbreite, deren Randpunkte sich aus den subjektiven Entscheidungswerten von Käufern bzw. Verkäufern ableiten lassen.2 Während der Wert eine modellbasiert berechnete Größe ist, die den Informationsstand, Handlungsoptionen und Präferenzen des Bewertungssubjekts (Käufer oder Verkäufer) - individuell oder bei der Bestimmung objektivierter Werte typisiert - widerspiegelt, lassen sich realisierte Preise beobachten - sie sind damit nicht "nur" objektiviert, sondern objektiv. In der Praxis wird oft unter der Bezeichnung "Immobilienbewertung" versucht, mögliche (virtuelle) Kauf- bzw. Verkaufspreise (virtuelle Marktpreise) zu schätzen. Auch die traditionellen gutachterlichen Bewertungsmethoden, wie sie beispielsweise im §194 BewG kodifiziert sind, kann man in erster Linie (näherungsweise) als "Preisschätz-Verfahren" auffassen. Dies resultiert daher, dass die ermittelten "Werte" exakter

Preisschätzungen abgeleitet werden aus realisierten Preisen "vergleichbarer" Objekte, deren "Bewertungsniveau" sich insbesondere im Liegenschaftszins widerspiegelt. Diese gutachterlichen Bewertungsverfahren sind damit "vergleichsorientierte" Verfahren und ihr Ergebnis ist maßgeblich abhängig vom aktuellen Bewertungsniveau am betrachteten Immobilienmarkt. Wie die Erfahrungen in den USA aber auch in Spanien und anderen Ländern, gezeigt haben, schwanken Preise der Immobilienmärkte durchaus erheblich – und oft in einem aus volkswirtschaftlich fundamentaler Perspektive nicht mehr zu erklärenden Niveau (s. Abbildung 1).3

Im Gegensatz zu Preisschätz-Verfahren – wie die gutachterlichen Verfahren zur Bestimmung des Net Asset Values (NAV) eines Fonds – basiert die Discounted-Cashflow-Methode (DCF-Methode) auf einer risikogerechten Diskontierung zukünftig erwarteter Cashflows. Im Gegensatz zum Liegenschaftszins, der aus anderen Transaktionen abgeleitet wird, soll der Diskontierungszinssatz explizit den Risikoumfang der zukünftigen (unsicheren) Cashflows eines Assets erfassen. Dies ist charakteristisch für ein Bewertungsverfahren und das Bewertungsergebnis ist damit relativ unabhängig von einer möglichen Fehlbewertung an einem Markt.

Das größte Problem in der praktischen Anwendung der traditionellen, deterministischen DCF-Methode besteht jedoch darin, dass heute in der Praxis der Diskontierungszinssatz noch üblicherweise über das sogenannte Capital Asset Pricing Model (CAPM) basierend auf Kapitalmarktdaten geschätzt wird. Sogar noch stärker als Aktienmärkte müssen Immobilienmärkte als unvollkommen und unvollständig angesehen werden, was sich in ausgeprägt unterschiedlichen Informationsständen und hohen Transaktionskosten zeigt. Das CAPM, das auf der Hypothese vollkommener Märkte basiert, führt - wie empirische Untersuchungen zeigen - zu keiner adäquaten Erklärung erwarteter Renditen (Diskontierungszinssätze). Es ist zudem sehr fraglich, ob die zugrundeliegenden Annahmen tatsächlich sachgerecht sind. Sind wirklich nur (prinzipiell nicht diversifizierbare) Risiken bewertungsrelevant und objektspezifische Risken damit zu vernachlässigen?4 Zeigen sich in historischen Kursschwankungen (z. B. einer Immobilienaktiengesellschaft) die Risiken der zukünftigen Cashflows? Es lässt sich leicht zeigen, dass eine risikogerechte Bewertung einer Immobilie basierend auf historischen Kapitalmarktdaten - verdichtet z. B. im Betafaktor des CAPM - nicht zielführend ist.

Für eine fundamentale und risikogerechte Bewertung einer Immobilie ist es naheliegenderweise sinnvoll, ausgehend von einer (quantitativen) Risikoanalyse den Wert abzuleiten – ein Rückgriff auf oft nicht vorhandene und zudem für die Zukunft wenig repräsentative Kapitalmarktdaten ist so nicht erforderlich. Als Weiterentwicklung der traditionellen (einwertigen) Discounted-Cashflow-Methode kommen hier simulationsbasierte (stochastische) DCF-Methoden zum Einsatz – diese gewährleisten Transparenz über Einzelrisiken und den aggregierten Risikoumfang (s. Bandbreitengrafik, Abbildung 2).

Die Grundidee der Bewertung ist relativ einfach: Ein höherer Umfang an Risiken führt potenziell zu höheren (negativen) Planabweichungen bzw. Verlusten, was mehr Eigenkapital (Risikotragfähigkeit) erfordert. Und ein zunehmender Bedarf an teurem und knappem Eigenkapital führt zu höheren Kapitalkosten (Diskontierungszinssätzen) und einem niedrigeren fundamentalen Wert.

Für die Bestimmung des fundamentalen Wertes sind die tatsächlichen Risiken maßgeblich. Notwendig auf dem Weg zur Bestimmung eines fundamentalen Wertes ist die Weiterentwicklung des Financial Models (Cashflow-Modell) durch die Erfassung von Risiken, beispielsweise durch die Angabe von (a) Mindestwert, (b) wahrscheinlichstem Wert und (c) Maximalwert einer Planungsposition (z. B. Mietwachstumsrate oder Leerstandsquote). Ausgehend vom Financial Model und den quantifizierten Risiken kann mittels Simulation eine große repräsentative Anzahl risikobedingt möglicher Zukunftsszenarien der Ertrags- und Cashflow-Entwicklung eines Immobilienobjekts bestimmt werden (s. obige Abbildung). Die Einzelrisiken werden damit aggregiert (Monte-Carlo-Simulation<sup>5</sup>, umsetzbar z. B. mittels Excel plus Simulationssoftware (Crystal Ball)).

Welcher Vorteil ergibt sich, wenn man auf diese Weise einen risikogerechten fundamentalen Wert bestimmt hat – und diesen mit einem möglichen (z. B. durch ein gutachterliches Verfahren geschätzten) virtuellen Verkaufspreis vergleicht? Der Vergleich

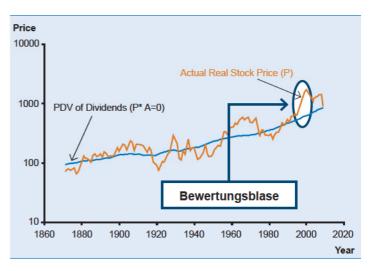


Abbildung 1: Preis ist nicht Wert: Preisblase am US-Immobilienmarkt

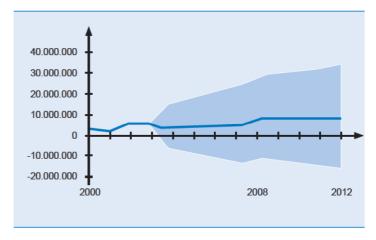


Abbildung 2: Exemplarische Bandbreitengrafik "Free Cashflow"

- siehe präzisierend Laux/Schabel (2009). Anzunehmen ist, dass es aus dieser Perspektive weitgehend irrelevant ist, ob ein direktes oder indirektes Immobilieninvestment betrachtet wird. Bewertungsrelevant ist der jeweilige unsichere Cashflow.
- 2 siehe Matschke/Brösel (2005) und Hering (1999)
- 3 siehe Shiller (2003) und Shiller (2008)
- 4 Dies allt nur f\u00fcr einen perfekt diversifizierten Investor.
- siehe Gleißner (2011a) sowie zu den zugrundeliegenden Bewertungsverfahren Gleißner (2011b), Gleißner/Leibbrand (2008) und Gleißner (2009). Für eine fundamentale risikogerechte Bewertung ist die Monte-Carlo-Simulation unvermeidlich. Allerdings gibt es für die Monte-Carlo-Simulation auch andere Anwendungsfelder, z. B. im Rahmen der Preisschätzung, vgl. French/Gabrielli (2005).
- siehe Gleißner (2009)
- siehe Gleißner/Kohlhammer/Schafii/Wiegelmann/Pourroy (2010)

offenbart eine mögliche Fehlbewertung, also die Über- oder Unterbewertung einer Immobilie bei den aktuellen Marktverhältnissen (Bewertungsniveau).

Der Nutzen ist unmittelbar offensichtlich: Identifizierte Fehlbewertungen initiieren Käufe und Verkäufe im Portfolio mit der Konsequenz, dass sich eine (auch risikoadjustierte) überdurchschnittliche Performance (Rendite) erreichen lässt.

Die Grundidee einer derartigen fundamental orientierten Bewertung und Steuerung eines Immobilienportfolios ermöglicht zudem auch eine Portfoliooptimierung unter Berücksichtigung von Risikodiversifikationseffekten, aufgrund derer der Wert der (aggregierten) Cashflows eines Portfolios höher sein kann als die Summe der Werte der Einzelimmobilien im Portfolio.<sup>6</sup>

Für die Praxis des Asset- und Portfoliomanagements bedeutet dies, dass ergänzend zu den bereits existierenden traditionellen gutachterlichen Bewertungsverfahren – im Wesentlichen Preisschätz-Verfahren – risikobasierte fundamentale Bewertungsverfahren erforderlich sind, um gezielte Impulse für Käufe und Verkäufe auszulösen. Auf diesem Weg kann auch der Mehrwert eines Immobilienportfoliomanagements oder Assetmanagements konkret berechnet und belegt werden.<sup>7</sup>



Der Autor:
Dr. Werner Gleißner
FutureValue Group AG, Vorstand

Obere Gärten 18 · 70771 Leinfelden-Echterdingen

Tel.: +49 (0)711 797358-30

Fax: +49 (0)711 797358-58

E-Mail: info@futurevalue.de

Internet: www.werner-gleissner.de

## Literaturverzeichnis:

French, N. / Gabrielli, L. (2005): Discounted cash flow: accounting for uncertainty, in:, Journal of Property Investment & Finance, Vol. 23 Iss: 1, S. 75 – 89

Gleißner, W. (2004): Integrierte Risiko- und Portfoliomanagementsysteme in der Immobilienwirtschaft, in: Lutz, U. / Klaproth, T. (Hrsg.) Risikomanagement im Immobilienbereich, Axel Springer AG, 2004, S. 63 – 76

Gleißner, W. (2009): Rating und Bewertung von Immobilienfonds und -portfolios, in: Everling, Oliver / Slowik, Raphael (Hrsg.): praxishandbuch rating von immobilienportfolios, Immobilien Manager Verlag, S. 431 – 449

Gleißner, W. (2011a): Grundlagen des Risikomanagements im Unternehmen – Controlling, Unternehmensstrategie und wertorientiertes Management, Vahlen, 2. Auflage Gleißner, W. (2011b): Wertorientierte Unternehmensführung und risikogerechte Kapitalkosten: Risikoanalyse statt Kapitalmarktdaten als Informationsgrundlage, in: Controlling, 3 / 2011, S. 165 – 171

Gleißner, W. / Leibbrand, F. (2008): Risiko und Portfoliosteuerung bei Immobilieninvestments, in: ZfiFP, Ausgabe 07 / 2008 vom 25.07.08, S. 2 – 11

Gleißner, W. / Kohlhammer, J. / Schafii, T. / Wiegelmann, T. / Pourroy, A. (2010): Nachweismethoden für den Wertbeitrag eines aktiven Asset Managements, in: ZfiFP Zeitschrift für immobilienwirtschaftliche Forschung und Praxis, Nr. 16 vom 30.07.2010, S. 13 – 18

Hering, T. / (1999): Finanzwirtschaftliche Unternehmensbewertung, Wiesbaden

Laux, H. / Schabel, M. M. (2009): Subjektive Investitionsbewertung, Marktbewertung und Risikoteilung: Grenzpreise aus Sicht börsennotierter Unternehmen und individueller Investoren im Vergleich, Springer Verlag, Berlin, 2009

Matschke, M. J. / Brösel, G. (2005): Unternehmensbewertung — Funktionen — Methoden — Grundsätze, Gabler, 1. Auflage

Shiller, R. J. (2003): From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance, in: Journal of Economic Perspectives, Winter 2003, S. 83 – 104

Shiller, R. J. (2008): The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do about It, Princeton University Press