

Veröffentlicht in
Zeitschrift für immobilienwirtschaftliche
Forschung und Praxis

Ausgabe 19 vom 3. Juni 2011

„Eigenkapitalrendite, Mietmultiplikatoren und
andere Unzulänglichkeiten bei der Beurteilung von
Immobilien-Transaktionen“

S. 7 – 9

Mit freundlicher Genehmigung der
ZfiFP-Redaktion, Rheda-Wiedenbrück

(www.ZfiFP.de)

Eigenkapitalrendite, Mietmultiplikatoren und andere Unzulänglichkeiten bei der Beurteilung von Immobilien-Transaktionen

von

Dr. Werner Gleißner

Vorstand FutureValue Group AG, Leinfelden-Echterdingen,
Leiter Risikoforschung Marsh GmbH
kontakt@futurevalue.de, www.futurevalue.de,
www.werner-gleissner.de

und

Jürgen Kohlhammer

Geschäftsführer der Consulting-Research-Center (C.R.C.) GmbH
info@crc-realestate.de, www.crc-realestate.de

Rationale Entscheidungen, z. B. bezüglich des Kauf- oder Verkaufs einer Immobilie, basieren auf einer fundierten Bewertung: In einem unvollkommenen Markt ist dabei speziell der realisierbare Kauf- oder Verkaufspreis mit dem fundamental angemessenen Wert zu vergleichen. Als Weiterentwicklung der traditionellen gutachterlichen Bewertungsverfahren und der einwertigen (deterministischen) DCF-Bewertungsmodelle wurden zu diesem Zweck in der Zwischenzeit simulationsbasierte (stochastische) Discounted Cash-Flow-Verfahren entwickelt, die die risikobedingte Unsicherheit bezüglich der zukünftigen Cash-Flows nachvollziehbar bei Bestimmung von Diskontierungszinssätzen und Immobilienwerten berücksichtigen (siehe zur Methodik und Anwendung, Gleißner/Leibbrand „Zeitschrift für immobilienwirtschaftliche Forschung und Praxis“, 2008 sowie Gleißner „Rating und Bewertung von Immobilienfonds und -portfolios“, 2009).

In Anbetracht der monetären Größe von Immobilientransaktionen wundert es, welche rudimentären Beurteilungsverfahren in der Praxis noch oft eingesetzt werden und welche erheblichen Potenziale für die Verbesserung der Entscheidungsqualität damit ungenutzt bleiben. Einige der besonders gravierenden Problemfelder, die schwerwiegende Fehlentscheidungen zur Konsequenz haben können, werden nachfolgend kurz zusammengefasst. Betrachtet wird dabei insbesondere die praxisübliche Abschätzung des Werts einer Immobilie oder eines Immobilienportfolios durch einen einfachen Mietmultiplikator, die Aussagefähigkeit des Liegenschaftszinssatzes und der Eigenkapitalrendite von (geschlossenen) Immobilienfonds:

1. **Mietmultiplikatoren sind nicht risikogerecht:** Die in der Praxis noch oft zu findende Bewertung von Immobilien basierend auf lediglich von der Region unter nutzungsabhängigen (weitgehend einheitlichen) Multiples ist nicht risikogerecht. Der Umfang der Risiken, die Abweichungen von den zukünftig geplanten Mieterträgen oder Cash-Flows auslösen können, können je nach Bewertungsobjekt deutlich differenzieren, was zu einem deutlichen Unterschied in den risikogerechten Anforderungen an die Rendite und damit zu deutlich differenzierenden Mietmultiples führen sollte. Relevante Risiken sind dabei z.B. die Möglichkeit des Mietausfalls, Unsicherheiten über die Instandhaltungskosten, Inflationsrisiken und Unsicherheiten über die zukünftige makroökonomische Entwicklung, die wiederum die langfristige Mietentwicklung maßgeblich bestimmen. Bewertungsrelevant ist dabei der aggregierte Gesamtrisikoumfang, der mittels Monte-Carlo Simulation bestimmt wird, indem eine große repräsentative Anzahl risikobedingt möglicher Zukunftsszenarien einer Immobilie berechnet und analysiert werden. Damit können die realistischen Entwicklungskorridore der zukünftigen Mieterträge oder Cashflows angegeben werden. Lediglich nach Nutzungsart- oder Lage-differenzierte Mietmultiplikatoren führen dazu, dass für risikohaltige Objekte „zu viel“ gezahlt wird, während die Zahlungsbereitschaft für „risikoarme Investments“ zu gering ist.

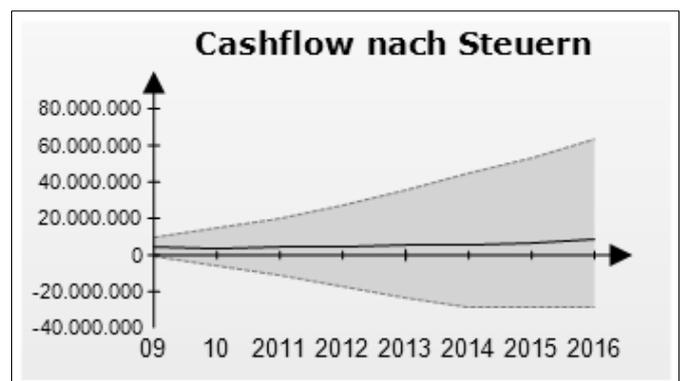


Abbildung 1: Simulationsbandbreiten-Graphik als Cash-Flow

2. **Mietmultiplikatoren berücksichtigen nicht adäquat die Wachstumsperspektiven:** Analog der Abhängigkeit von den zukünftigen Risiken (siehe 1.) müsste für eine fundierte Bewertung der Mietmultiplikator vom erwarteten Wachstum der Mieten und Cash-Flows einer Immobilie abhängen – und auch dies lässt sich alleine durch eine nutzungsart- und standortbezogene Differenzierung von Mietmultiples nicht erreichen. Neben unterschiedlichen Wachstumsraten der Gesamtwirtschaft sind hier beispielsweise auch unterschiedliche Höhen der Inflationsindexierung zu berücksichtigen. In einem inflationären Umfeld ist eine ausgeprägtere (und längerfristige) Inflationsindexierung eine Ursache für eine höhere Miet- und Cash-Flow-Wachstumsrate, die einen niedrigeren Mietmultiplikator rechtfertigt.

3. **Der bewertungsrelevante zukünftige Mietmultiplikator ist unsicher:** Neben der zukünftig erwarteten Entwicklung der Mieten und Cash-Flows ist bei Immobilienkäufen in der Regel es auch wichtig zu wissen, wie hoch ein zukünftiger Verkaufspreis (Exit-Preis) der Immobilie sein wird. Der Rendite eines Immobilieninvestments mit begrenzter Haltedauer resultiert aus den vereinnahmten Cash-Flows und den Wiederverkaufswert – und dieser ist abhängig von (1) den zukünftigen (unsicheren) Miet- und Cash-Flow-Niveau und (2) dem unsicheren zukünftigen Bewertungsniveau (im einfachsten Fall wiederum ausgedrückt durch einen Miet- oder Cash-Flow-Multiplikator). Die Unsicherheit über das zukünftige Bewertungsniveau, die von den zukünftigen makroökonomischen Bedingungen abhängt, stellt ein wesentliches bewertungsrelevantes Risiko dar. Eine fundierte Immobilienbewertung, die Fehlbewertungen speziell bei einer „Bewertungsblase“ vermeiden möchte, erfordert eine Einschätzung des zukünftig möglichen Verkaufspreises und damit eine Berücksichtigung der Unsicherheit des Bewertungsniveaus (zukünftigem Mietmultiplikatoren), was die folgende Abbildung verdeutlicht.

Die Unsicherheit des Verkaufspreises (P) eine Immobilieninvestments resultiert aus der Unsicherheit

- des Bewertungsniveaus (Multiple (m)), abhängig von volkswirtschaftlichen Variablen (z.B. Zinsniveau $r_{f,T}$) und
- der unsicheren Situation des Immobilieninvestments zum Verkaufszeitpunkt T, z.B.
 - Cashflows (Z)
 - Nettobankverbindlich

$$\tilde{P}_T = \tilde{Z}_T \cdot \tilde{m}_T$$

$$W_T = \frac{E(\tilde{P}) - \lambda \cdot R(\tilde{P})}{(1 + r_f)^T}$$

Abbildung 2: Unsicherheit des Exit-Preises ¹ einer Immobilie

4. **Die Bewertung basierend auf dem Liegenschaftszins fördert die Entstehung von Bewertungsblasen am Immobilienmarkt:** Die im gutachterlichen Bewertungsverfahren übliche Nutzung von Liegenschaftszinssätzen führt dazu, dass der Preis einer betrachteten Immobilie gerechtfertigt wird durch beobachtbare Transaktionspreise am Immobilienmarkt, aus denen der Liegenschaftszins abgeleitet wurde. Damit wird implizit unterstellt, dass die (oft wenigen) Kauf- und Verkaufsvorgänge zu fundamental angemessenen Werten durchgeführt wurden – es erfolgt eine Gleichsetzung von Transaktionspreisen und Werten, die in realen unvollkommenen Märkten unangemessen ist. Speziell in Zeiten von fundamental und makroökonomisch unangemessen hohen Immobilienpreiseniveaus folgt damit eine Rechtfertigung der Kaufpreise durch den Bezug auf andere (ökonomisch nicht angemessene) Transaktionen. Für die fundierte und fundamentale Bewertung einer Immobilie ist es weitgehend irrelevant, welche Preise aktuell für (mehr oder weniger vergleichbare) andere Immobilien bezahlt werden – relevant sind für einen mittel- oder langfristig engagierten Investor, der fundamental angemessene Wert, der sich aus einer risikogerechten Diskontierung der zukünftigen (unsicheren) Cash-Flows ergibt, möglicherweise unter Beachtung des unsicheren zukünftigen Bewertungsniveaus (siehe 3.). Gutachterliche Verfahren der Bewertung basierend auf dem Liegenschaftszins erklären den aktuell realisierbaren Marktpreis (Verkehrswert) näherungsweise, ermöglichen aber keine fundamentale Bewertung (subjektiver Entscheidungswert).
5. **Die Eigenkapitalrendite eines Immobilienfonds hat alleine keine Aussagefähigkeit:** Gerade bei Investitionen in (z.B. geschlossene) Immobilienfonds betrachten Investoren typischerweise die erwartete oder prognostizierte Eigenkapitalrendite. Selbst wenn diese korrekt (erwartungstreu) berechnet wird, ist diese alleine für eine Investitionsentscheidung keine sinnvolle Information. Die angemessene Höhe der erwarteten Rendite der Eigenkapitalgeber (Eigenkapitalkosten) ist nämlich abhängig vom zu quantifizierenden Risikoumfang. Eine Beurteilung der angemessenen Eigenkapitalrendite erfordert also die Quantifizierung und Aggregation von Risiken: Ein höherer Umfang an Risiken impliziert potenziell höhere Verluste und damit einen höheren Bedarf an (risikotragenden) Eigenkapital, was höhere Kapitalkostensätze (Diskontierungszinssätze) und damit niedrigere Objektwerte impliziert. Bei einer gegebenen Gesamtkapitalrendite und Risikoprofil lässt sich zudem die ausgewiesene Eigenkapitalrendite leicht nahezu beliebig manipulieren: Eine Zunahme der Fremdfinanzierung führt zu einer Zunahme der Eigenkapitalrendite (Wenn man unterstellt, dass die Gesamtkapitalrendite des Investments höher ist als die Fremdkapitalkosten) – nur diese

aus den sogenannten „Leverage-Effekt“ bedingte Erhöhung der Eigenkapitalrendite generiert keinerlei Mehrwert für den Investor, da – wenig beachtet – der Risikoumfang durch den Leverage-Effekt in gleicher Weise zunimmt.

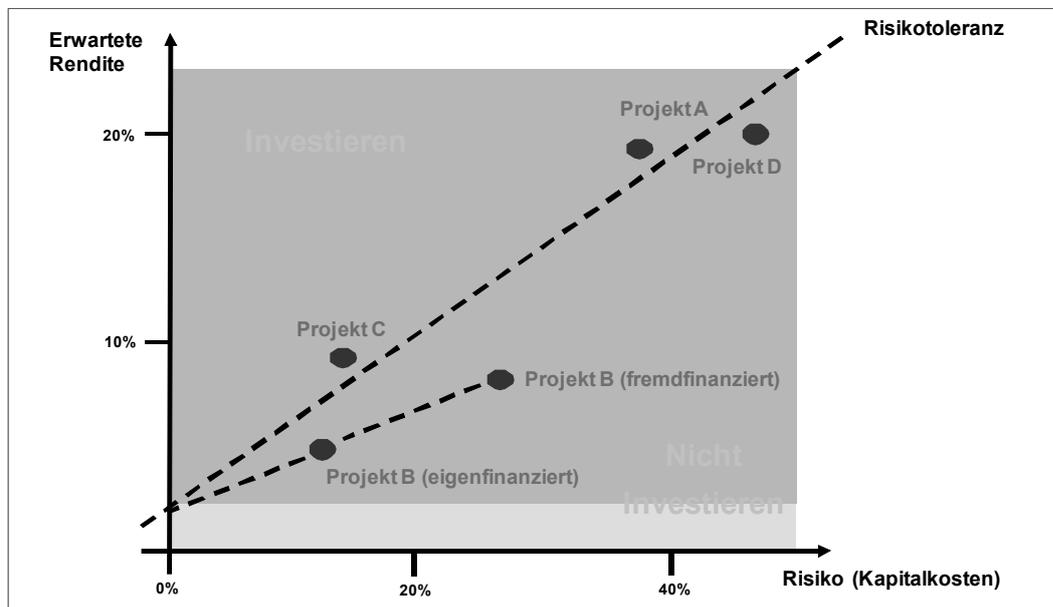


Abbildung 3: Rendite-Risiko-Profil

Fazit:

Trotz der hohen Investitionsvolumina werden Entscheidungen über Kauf und Verkauf von Immobilien oft noch mit sehr rudimentären Mitteln und Methoden vorbereitet. Mietmultiplikatoren, Bewertung basierend auf Liegenschaftszinssätzen und Eigenkapitalrendite sind jedoch Kennzahlen und Methodiken, die in vielen Fällen schlichte Fehlentscheidungen zur Konsequenz haben. Es ist zwingend notwendig sich zu vergegenwärtigen, dass aktuelle Marktpreise in einem unvollkommenen Markt von den fundamentalen Werten abweichen können. Notwendig sind also Verfahren, die eine risikogerechte Bewertung basierend auf den unsicheren zukünftigen Mieterträgen und Cash-Flows eines Immobilienobjekts ermöglichen. Mit recht wenig Mehraufwand und dem intelligenten Einsatz der schon heute verfügbaren betriebswirtschaftlichen Bewertungsverfahren von Immobilien lässt sich die Fundierung von Kauf- und Verkaufsentscheidungen wesentlich verbessern – mit positiven Auswirkungen auf die zukünftige risikoadjustierte Rendite von Immobilieninvestments.

Literaturverzeichnis:

Gleißner, W. (2009): Unternehmensbewertung und wertorientiertes Controlling: Risikoanalyse und Risikodeckungsansatz – ein Konzept für unvollkommene Kapitalmärkte und auch nicht-börsennotierte Unternehmen, in: Bewertungspraktiker 4/2009, S. 12-23.

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

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

Gleißner; W. (2011): Grundlagen des Risikomanagements im Unternehmen, Verlag Vahlen

Gleißner; W./Kohlhammer, J./Schafii, T./Wiegelmann, Th./Pourroy A. (2010): Nachweismethoden für den Wertbeitrag eines aktiven Asset Managements, in ZfiFP, Ausgabe 16/2010 vom 30.07.10, S. 13-18.

Fußnote:

1) Siehe hierzu Gleißner, 2011