

RENDITE BEEINFLUSSENDE FAKTOREN



DIE JAHRE 2006/2007 WAREN REKORD-JAHRE FÜR DIE IMMOBILIENBRANCHE MIT VIELEN NEUEN ENTWICKLUNGEN UND TURBULENZEN WIE ZULETZT DIE SUBPRIME-KRISE. IMMOBILIENINVESTITIONEN WURDEN ZUNÄCHST WIEDER INTERESSANT UND RÜCKTEN ZURÜCK IN DEN FOKUS VIELER ANLEGER, WAS DAZU FÜHRTE, DASS SICH DER KREIS DER MARKTEILNEHMER VERGRÖßERTE. FOLGLICH STIEGEN DIE KAUFPREISE FÜR IMMOBILIEN, DAS TRANSAKTIONSVOLUMEN MARKIERTE NEUE HÖCHSTSTÄNDE UND MEDIEN BERICHTETEN IN BEHARRLICHER MANIER VON DEN HOHEN AM MARKT ERZIELTEN PREISEN.

Besonders in Bezug auf Einzelhandelsimmobilien wurden vermehrt Stimmen laut, die von einer Überhitzung des Markts und von „zu teuren“ Objekten sprachen. Hierbei wurde vielfach der Multiplikator als Maßstab herangezogen, welcher beispielsweise vom 13- bis 14-Fachen im Jahr 2005 auf das 14- bis 16-Fache für ein Einzelhandels-Einzelobjekt in 2006 kletterte. Zuzuschreiben war dieser Anstieg großteils dem verstärkten ausländischen Interesse und dem Entwicklungspotenzial, welches v.a. britische Investoren im deutschen Immobilienmarkt sahen. Die Berichterstattung vernachlässigte hierbei allerdings eine Betrachtung des Zustandekommens der Multiplikatoren und warum Investoren tatsächlich bereit waren, entsprechend hohe Kaufpreise zu zahlen.

DER MULTIPLIKATOR ALS BRANCHEN-ÜBLICHER VERGLEICHSWERT

Der Multiplikator (bzw. Vervielfältiger) ist die gebräuchlichste Kennzahl zur Bewertung von Immobilien. Er drückt den Kaufpreis dividiert durch die Jahresnettomiete aus und lässt so indirekten Aufschluss über die Rendite eines Objekts zu. Über

den Multiplikator ist demnach auch direkt der Zeitraum bis zur vollständigen Amortisation des Kaufpreises ablesbar. Chancen bzw. Risiken der Wertentwicklung der Immobilie selbst bleiben dabei jedoch gänzlich unberücksichtigt.

Folglich entsteht im Multiplikator ein statisches Zusammenspiel zwischen Kaufpreis und Miete, was wiederum bedeutet, dass ein höherer Kaufpreis bei konstanten Mieten zu einem höheren Multiplikator führt und vice versa. Es kann allerdings auch sein – und genau dieser Umstand wird oft vernachlässigt – dass der Kaufpreis konstant bleibt, aber die Mieten sinken. Dies würde den Multiplikator ebenso erhöhen bzw. bedeuten, dass die Objekte „teurer“ geworden sind. Diese fälschlicherweise oftmals auf den Kaufpreis bezogene Aussage ist also auf den ersten Blick irreführend.

Zurückkommend auf das eingangs erwähnte Beispiel der britischen Investoren ist daher durchaus vorstellbar, dass diese trotz der hohen Kaufpreise von einem für sie sehr rentablen Investment ausgegangen sind. Die Käufer haben zwar auf Basis der beim Kauf aktuellen Mieten das Objekt marktüblich „teuer“ (Nettoanfangsrendite) erworben, sahen jedoch ausreichend Möglichkeiten, ihre Gesamtrendite trotz allem deutlich steigern zu können. Dieser Gedankengang ähnelt der Grundidee der Value-added-Anlageklasse.

VALUE-ADDED-IMMOBILIEN

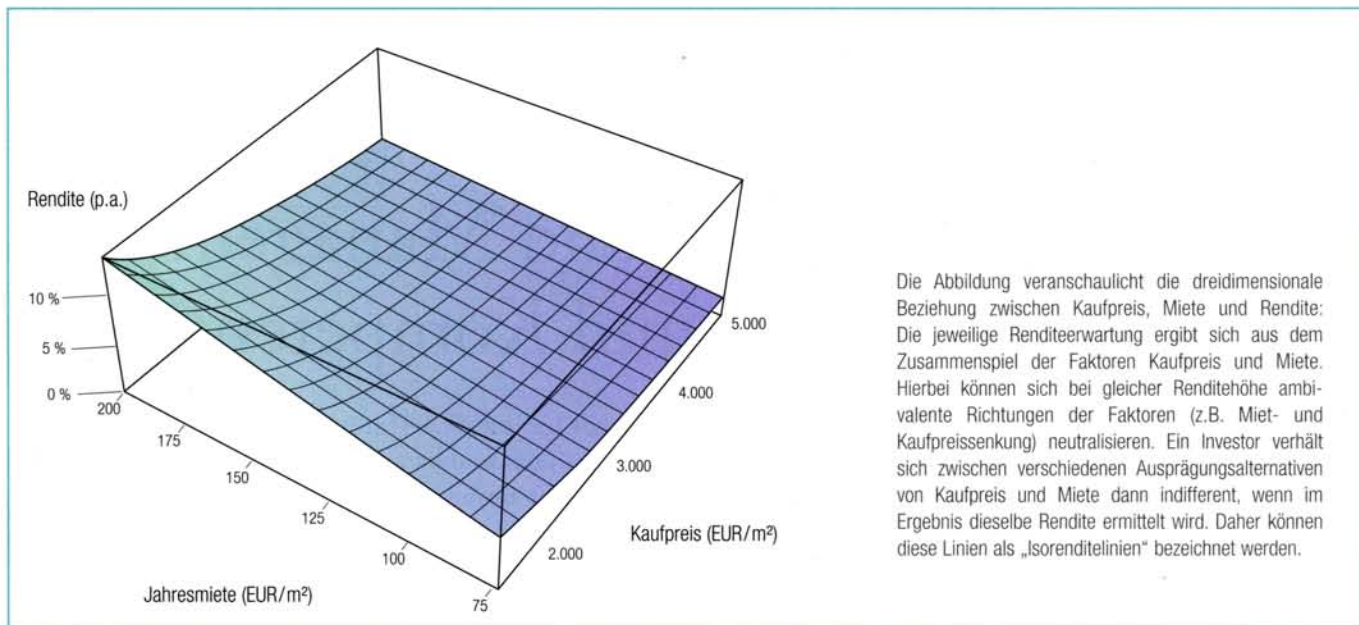
„Value-added“ bezeichnet im Immobiliensektor eine Anlageklasse, die über ein erhöhtes Risiko, aber auch über ein großes Renditesteigerungspotenzial verfügt. Ein Shopping Center mit einer hohen Leerstandsquote beispielsweise spiegelt einer-

seits das große Risiko, aber andererseits auch das Potenzial wider, welches durch die mögliche Vermietung der Leerstände entsteht. Neben diesem plakativen Beispiel gibt es aber auch andere, nicht sofort erkennbare Renditesteigerungspotenziale. So lassen sich Mieterhöhungen auch durchsetzen, wenn sich der Wert der Immobilie durch originäre (z.B. Revitalisierung) oder derivative Faktoren (z.B. erhöhte Standortattraktivität) verändert. Mietanpassungen können in solchen Fällen ebenso bei laufenden Verträgen durchgesetzt werden, wenn diese je nach Fall – üblicherweise alle 5 oder 10 Jahre bei Einzelhandelsobjekten – eine Option zur Verlängerung beinhalten.

Die häufig vertretene Meinung, Value-added-Immobilien seien „enorm teuer“, ist also nur bei oberflächlicher Betrachtung richtig und bezieht sich ausschließlich auf den beim Kauf hohen Multiplikator. Dieser jedoch errechnet sich aus der Nettoanfangsrendite, welche etwaige Mietsteigerungspotenziale (durch Vermietung von Leerständen oder Attraktivierung des Objekts) unberücksichtigt lässt. Die letztlich ausschlaggebende Gesamtrendite bleibt hier außen vor und kann bei Value-added-Immobilientypen oftmals auch ein Vielfaches der marktüblichen Rendite ausmachen. Insbesondere bei diesem Immobilientyp ist daher die Kompetenz des Inhabers bzw. Vermieters entscheidend.

INVESTOREN WOLLEN IHR RISIKO VERZINST SEHEN

Vom Multiplikator kann indirekt die Rendite abgeleitet werden ($100/\text{Multiplikator}$). Der Kapitalmarkttheorie zufolge möchte ein Investor sein Kapital risikoadäquat verzinst wissen, d.h., dass mit einem höheren



Die Abbildung veranschaulicht die dreidimensionale Beziehung zwischen Kaufpreis, Miete und Rendite; Die jeweilige Renditeerwartung ergibt sich aus dem Zusammenspiel der Faktoren Kaufpreis und Miete. Hierbei können sich bei gleicher Renditehöhe ambivalente Richtungen der Faktoren (z.B. Miet- und Kaufpreissenkung) neutralisieren. Ein Investor verhält sich zwischen verschiedenen Ausprägungsalternativen von Kaufpreis und Miete dann indifferent, wenn im Ergebnis dieselbe Rendite ermittelt wird. Daher können diese Linien als „Isorenditelinien“ bezeichnet werden.

getragenen Risiko auch eine höhere Rendite (Risikoprämie) erwirtschaftet werden sollte. Generell gesehen folgt der Immobilienmarkt dieser kapitalmarkttheoretischen Annahme. So weist beispielsweise die grundsätzlich risikogeringe Anlageklasse der Wohnimmobilie niedrigere Renditen (höhere Multiplikatoren) als die der Gewerbeimmobilie aus. Bei Value-added-Anlagen hingegen verläuft dies paradox, da das Risiko anfangs hoch, die Rendite jedoch niedrig ist. Erst bei konsequenter Umsetzung des Anlagenpotenzials (durch höhere Mieterträge) verläuft der Risiko-Rendite-Verlauf wieder theoriegemäß. Der Grund, warum dieser „widersprüchliche Nachteil“ von Investoren dennoch in Kauf genommen wird, liegt an der Chance, die Gesamrendite durch Vermietungskompetenz überproportional steigern zu können.

AUSLÄNDISCHE INVESTOREN IN DEUTSCHLAND AUF DEM HOLZWEG?

Das anwachsende Kaufinteresse der britischen Investoren an deutschen Einzelhandelsimmobilien gehörte zuletzt zu den auffallendsten Entwicklungen am deutschen Immobilienmarkt. Eine nähere Betrachtung legt allerdings die Vermutung nahe, dass der deutsche Markt bzw. dessen Struktur und Komplexität von ausländischen Investoren partiell falsch eingeschätzt wurde.

Deutschland hat im europäischen Vergleich eine sehr hohe Flächendichte (VKF/Einwohner). Marktanteilszugewinne können daher vorwiegend (v.a. in Ballungsräumen) nur auf Kosten der Konkurrenz gewonnen werden. Es herrscht also Verdrängungswettbewerb. Dieser wiederum ist das Ergebnis des fortwährenden Strukturwandels sowie der Konsolidierungs-

und Konzentrationsprozesse im deutschen Einzelhandel, welche sich national (u.a. Praktiker/Max Bahr, Marktkauf/Rewe, Edeka/Plus, Extra/Rewe) und international (u.a. Rewe Austria/Adeg, Migros/Denner) spürbar beschleunigen. Die reduzierte Anzahl an Wettbewerbern am Einzelhandelsmarkt wirkt sich indirekt auch auf die Handelsimmobilienbranche aus, allerdings in bipolarer Art und Weise: Einerseits erhöht sich dadurch die Leistungsfähigkeit der verbliebenen Unternehmen und damit auch deren Bonität (das Mietausfallrisiko wird gemindert). Andererseits sinkt die Zahl von potenziellen Mietern und stärkt dadurch deren Verhandlungsposition gegenüber den Vermietern. Daher ist auch weiter davon auszugehen, dass Mieterhöhungen besonders in diesen Teilmärkten künftig immer schwerer durchsetzbar sein werden.

Fraglich bleibt jedenfalls, ob die Fülle an Rendite beeinflussenden Faktoren von den ausländischen Investoren ausreichend gewürdigt wurde oder ob diese davon ausgingen, dass die Bedingungen ihres Heimatmarkts mit denen des deutschen Markts homogen sind. Dies könnte dazu geführt haben, gewisse Potenziale teils über- und manche Risiken teils unterschätzt zu haben. Es steht jedoch außer Frage, dass deshalb ein erhöhter Nachfragedruck entstand, der vereinzelt zu übereilten Kaufentscheidungen ohne fundierte Due Diligence verleitete. Für langfristige orientierte Investoren könnte die Subprimekrise daher sogar den positiven Nebeneffekt gehabt haben, dass durch diese das kurzlebige „Treiben der Leverage-Buyer“ (diese sind vorwiegend fremdkapitalfinanziert) eingebremst wurde. Das Assetmanagement gewann seitdem mehr denn je an Bedeutung für die Anleger.

INVESTITION NICHT AUSSCHLIESSLICH AUF BASIS DES MULTIPLIKATORS

Im Ergebnis gibt es für einen potenziellen Investor nur eine relevante Kennzahl: die Rendite. In der Immobilienbranche hat sich hierzu der reziproke Ausdruck der Rendite, der Multiplikator, durchgesetzt. Dem Spezifikum der Immobilie allerdings liegt zugrunde, dass diese, anders als bei klassischen Finanzanlagen, von zwei Einflussgrößen (Miete, Kaufpreis) abhängt und auch, dass sich diese zwei Faktoren über die Anlageperiode hinweg signifikant verändern können. In Bezug auf die Mieten wären beispielsweise Mietsenkungen bzw. -erhöhungen denkbar, aber auch der Wiederverkaufspreis (Restwert) der Immobilie ist stark vom zukünftigen Markt, der dortigen Investmentstimmung und natürlich von den getätigten Instandhaltungsmaßnahmen abhängig.

Es empfiehlt sich also bei einer Investition in Immobilien, die möglichen Potenziale bzw. Risiken beider Faktoren zu bewerten, bevor man seine Kaufentscheidung lediglich auf Basis des Multiplikators trifft. Wie die Beispiele zeigen, ist die Immobilie nur oberflächlich betrachtet „ein sicherer Hafen“, etwas tiefer blickend jedoch wird die hohe Zahl an Werteeinflüssen sichtbar. Daher ist es für ein erfolgreiches Immobilienmanagement unverzichtbar, über die notwendige Erfahrung und das gewisse „Fingerspitzengefühl“ zu verfügen.

Ein Beitrag von Gerold Doplbauer,
Dr. Lademann & Partner GmbH