

Immobilienmarktbewertung im Kontext der „Japanisierung“ der europäischen Büroimmobilienmärkte – der risikolose Zinssatz und die Postulierung von Risikoprämien

1. Einleitung

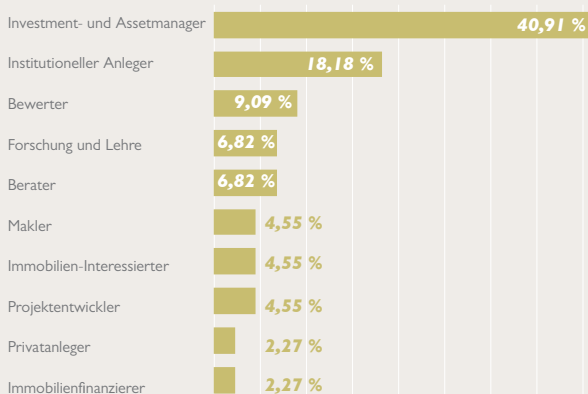
Immobilieninvestitionen nehmen immer mehr einen zentralen Allokationsbaustein in den Portfolien institutioneller Anleger ein und erfreuen sich als Stabilitätsanker zunehmender Beliebtheit. Die Attraktivität der Immobilien als reale Anlageklasse beruht im Besonderen auf zwei Säulen, die ursächlich mit der seit Jahren expansiv ausgerichteten monetären Politik und der günstigen konjunkturellen Entwicklung in Verbindung zu bringen sind: der Anstieg der Kapitalwerte und der Mieten (*Cashflows*). Im Rahmen einer zwanzigjährigen Rückschau herrscht derzeit ein historisch niedriges Renditeniveau auf dem europäischen Core-Büroimmobilienmarkt („*Renditewüste*“). Die deutlichen Preiszuwächse der letzten Jahre führten dazu, dass der Analyse von bestehenden Risiken und deren Quantifizierung teilweise eine untergeordnete Rolle beigemessen wurde. Gerade sollte im Rahmen der Gemengelage von langfristig niedrigen Zinsen und von quantitativen Lockerungen („*Japanisierung*“), konjunktureller Krisen („*Coronakrise*“) und Strukturbrüchen („*Homeoffice-Trend*“) den Risiken und damit der Wertanalyse eine erhöhte Aufmerksamkeit zuteilwerden. Nach dem zentralen Mantra „*Price is what you pay, value is what you get*“ muss der Preis dem Immobilienwert nicht zwingend entsprechen; dieser Illusion sollten sich die Investoren (*Prinzipale*) und ihre Investmentmanager (*Agenten*) eben nicht hingeben.

Im *Catella Market Tracker 2020 – Die „Japanisierung“ der europäischen Büroimmobilienmärkte* („*Black Swan V*“) – veröffentlicht im November 2020 – wurden die Risiken für die Investition in europäische Core-Büroimmobilien identifiziert und versucht zu quantifizieren. Ferner wurde die Illusion von Vermögenszuwächsen erläutert, eine Preis-Wert-Analyse vollzogen und strategische Investitionsprämissen abgeleitet.

Die Ergebnisse der nachgelagerten Umfrage dienen der Plausibilisierung der Risikoprämien und der ermittelten Wertansätze. Die weiteren Ausführungen sind stets im Kontext der November-Analyse zu betrachten. Den *Catella Market Tracker 2020 – Die „Japanisierung“ der europäischen Büroimmobilienmärkte* („*Black Swan V*“) können Sie hier vorfinden:

https://www.catella.com/globalassets/global/mix-germany-corporate-finance/catella_mt_11_2020_japanisierung.pdf

ABB. 1: BEZEICHNUNG DER MARKTAKTIVITÄTEN DER UMFRAGETEILNEHMER – VERTEILUNG IN %



Kalkulation & Design: Catella Research 2021 Antworten: n = 44

2. Marktteure und Investorentypen

An der Umfrage haben insgesamt 44 Personen teilgenommen.

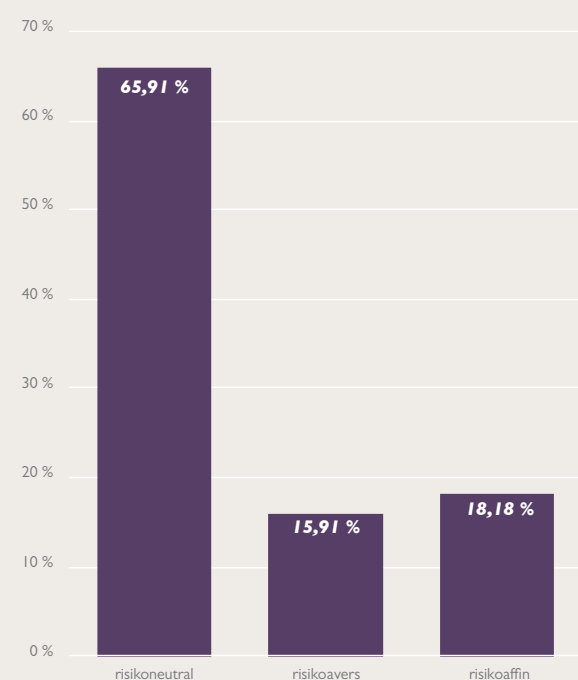
Die Teilnehmer entstammen den verschiedensten Bereichen der Immobilienwirtschaft. Über 40 % (18 Teilnehmer) agieren als Investmentmanager (*Agenten*) für Investoren (*Prinzipale*) und sind im Bereich Investment- und Assetmanagement angesiedelt. Prinzipale als institutionelle und private Anleger bilden mit über 20 % (neun Teilnehmer) die zweitgrößte Gruppe an der Grundgesamtheit. Weitere Teilnehmer kommen aus den Bereichen Bewertung (9,1 %; vier Teilnehmer), Forschung und Lehre (6,8 %; drei Teilnehmer) und der Beratung (6,8 %; drei Teilnehmer).

Das wesentliche Fundament für die Bestimmung von Preisen und Werten ist die Rendite-Risiko-Analyse im Kontext der Portfolio- und Kapitalmarkttheorie nach *Harry M. Markowitz*. Der Fokus richtet sich dabei auf den risikoaversen Anlegertypus.

Risikoscheues Verhalten äußert sich darin, dass ein Investor bewusst auf ein Mehr an Rendite als Preis für eine Senkung seines Investitionsrisikos verzichtet. Ein risikoneutraler Investor ist hingegen indifferent zwischen einem Mehr an Rendite und der Senkung des Investitionsrisikos.

Bei Risikoaffinität hingegen präferiert der Anleger die Investmentchance. In der Umfrage bezeichnen sich über 80 % der Teilnehmer als risikoneutral oder -avers. Immerhin knapp 20 % charakterisieren ihren Investitionsstil als risikoaffin.

ABB. 2: VERTEILUNG DER RISIKOSTILE DER INVESTITIONSTÄTIGKEIT (IN %)



Kalkulation & Design: Catella Research 2021 Antworten: n = 44

3. Immobilienmarktbewertung im Kontext der DCF-Modellierung

In der Immobilienwirtschaft erfolgt eine Abgrenzung zwischen dem am Markt erzielbaren Preis und dem intrinsischen Wert eines Vermögenswertes. Während der Preis transparent ersichtlich ist, resultiert der Wert als modellbasierte Größe aus dem Äquivalent unsicherer Cashflows eines Assets zur sicheren Anlage. Der Gesetzgeber kodifiziert den Begriff Verkehrswert (*Marktwert*) in § 194 BauGB sehr allgemein und postuliert sehr konkret das Ertragswertverfahren, welches durch die Determinierung des Liegenschaftszinses aus realisierten Preisen vergleichbarer Immobilien einiger Kritik ausgesetzt ist, als eines von drei einschlägigen Bewertungsverfahren in der ImmoWertV (Vgl. *Catella Market Tracker 2020 – Die „Japanisierung“ der europäischen Büroimmobilienmärkte*).

Alternativ kann das DCF-Verfahren (*Discounted Cashflow*) Anwendung finden, welches über den Diskontierungszins explizit den Risikogehalt der unsicheren Cashflows erfasst. Der Diskontierungszins setzt sich aus dem risikolosen Zins für eine Alternativanlage und den Prämien für verschiedene Risikoquellen zusammen. Unter Berücksichtigung der ewigen Rente – der Quotient aus nachhaltigem Cashflow und Diskontierungszins – kann der Immobilienwert berechnet werden.

Die Suche nach dem exakt richtigen Diskontierungszinssatz dürfte getreu der griechischen Sage um Sisyphe von dürftigen Erfolgsaussichten sein. Die Werte für die Risikoprämien können keinem Lehrbuch entnommen werden, sondern sind individuell durch den Investor (*Prinzipal*) oder durch den beauftragten Investmentmanager (*Agenten*) zu bestimmen. Die Umfrage verfolgt im Besonderen die Zielsetzung das Niveau der Prämien zu quantifizieren und plausibilisieren.

Der risikolose Zinssatz

Die Basis eines adäquaten Diskontierungszinssatzes stellt getreu dem CAPM (*Capital Asset Pricing Modell*) der risikolose Zinssatz dar. In den ökonomischen Modellen dient die Verzinsung einer langfristigen – zumeist 10-jährigen – Staatsanleihe als die übliche sichere Referenzanlage. Die Entwicklung dieses Zinses hängt maßgeblich von den konventionellen und unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen ab, welche in den letzten Jahren sehr expansiv ausgerichtet waren. In Deutschland notierte die Umlaufrendite einer 10-jährigen Bundesanleihe (*BUND*) Ende des dritten Quartals 2020 mit -0,47 % im negativen Bereich.

Knapp ein Viertel (23,6 %; 6 Teilnehmer) der Umfrageteilnehmer haben sich für diesen stichtagsbezogenen Wert entschieden. Eine Mehrheit von knapp 42 % (18 Teilnehmer) hat sich für eine durchschnittliche Umlaufrendite (Q1 2016 bis Q3 2020) einer 10-jährigen Bundesanleihe von 10 Basispunkten (BP) entschlossen, da der Betrag aus der Perspektive eines institutionellen Immobilieninvestors dem weniger stichtagsbezogenen und langfristigen Investitionsgedanken verstärkt Rechnung trägt. Auf den Kuponzinssatz einer 10-jährigen Bundesanleihe von 0 BP haben sich 12 Teilnehmer (27,9 %) festgelegt.

Weitere vier Teilnehmer würden einen anderen Zinssatz zu Grunde legen; die Spannbreite lag dabei zwischen 0 und 200 BP. Der gewichtete Mittelwert aller Antworten beziffert sich auf -6,8 BP; der Median hingegen auf 0 BP.

ABB. 3: SYSTEMATIK FÜR DIE RISIKOPRÄMIEN UND DEN DISKONTIERUNGZINS

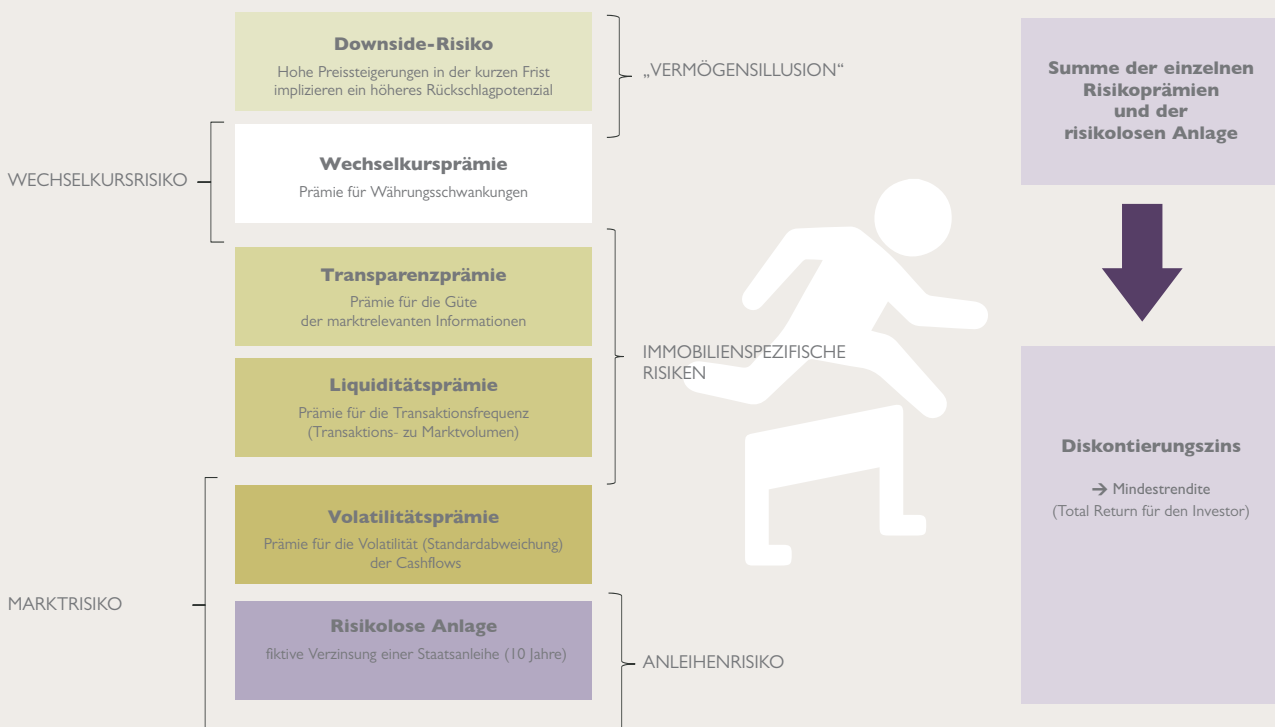
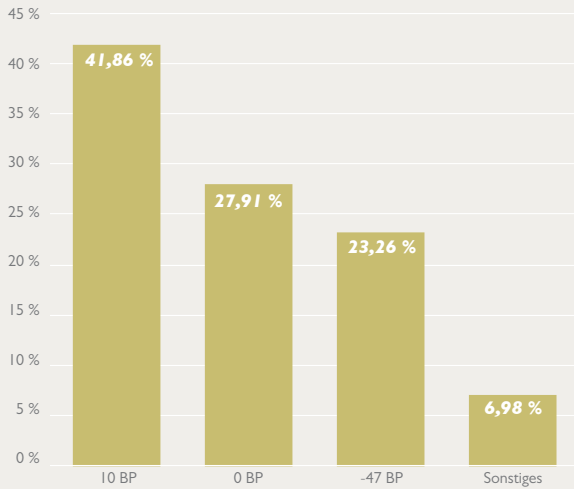


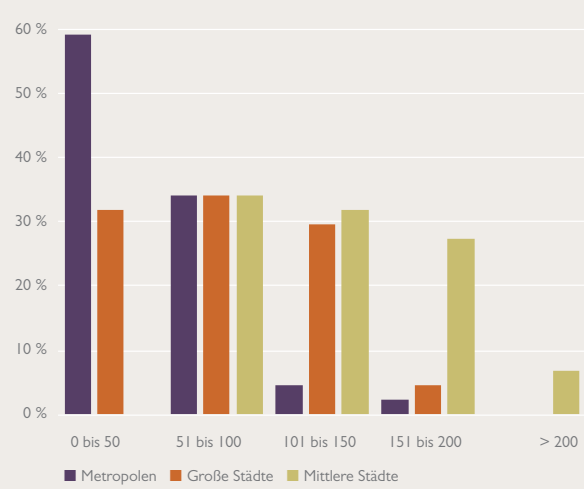
ABB. 4: RISIKOLOSER ZINSSATZ (IN %)



Kalkulation & Design: Catella Research 2021

Antworten: n = 43

ABB. 6: MITTLERE LIQUIDITÄTSRISIKOPRÄMIE (IN %)



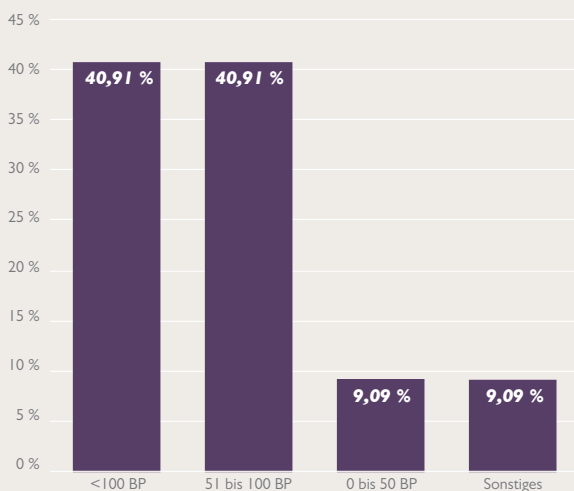
Kalkulation & Design: Catella Research 2021

Antworten: n = 44

Marktrisikoprämie

Übereinstimmend mit den kapitalmarkttheoretischen Vorstellungen von *Markowitz* wird hinsichtlich der Bestimmung der Marktrisikoprämie – als zweite Komponente des CAPM-Modells – als Risikomaß die Volatilität der Cashflows einbezogen. Bei Betrachtung der Umfrageergebnisse lässt sich ein recht einheitliches Bild erkennen. 18 Teilnehmer (40,9 %) legen für diese Prämie einen Korridor von 50 bis 100 BP zu Grunde. Weitere 18 Teilnehmer beziffern die Renditeanforderung für diese Risikoquelle auf mind. 100 BP. Lediglich 9,1 % (4 Teilnehmer) würden eine Prämie unterhalb von 50 BP ansetzen. Weitere vier Teilnehmer würden einen anderen Prämienwert (150 bis 300 BP) setzen. Der gewichtete Mittelwert (105 BP) und der Median (100 BP) der Umfrageergebnisse liegen in etwa gleichauf.

ABB. 5: MITTLERE MARKTRISIKOPRÄMIE (IN %)



Kalkulation & Design: Catella Research 2021

Antworten: n = 44

Weitere immobilien spezifische Risikoprämien

Der zentrale Schwachpunkt des CAPM-Modells besteht darin, dass *Markowitz* neben dem risikolosen Zinssatz lediglich die Marktrisikoprämie zur Ableitung des Verzinsungsanspruches für die Investition in einen unsicheren Cashflow postulierte. Doch vielmehr müssen in Analogie zu den Vorstellungen von *Eugene Fama* und *Kenneth French* (*Mark Carhart*) – Erfinder des Dreifaktorenmodells für die Aktienbewertung – neben dem Marktrisiko à la *Markowitz* weitere immobilien spezifische Risikoprämien in das DCF-Verfahren einbezogen werden.

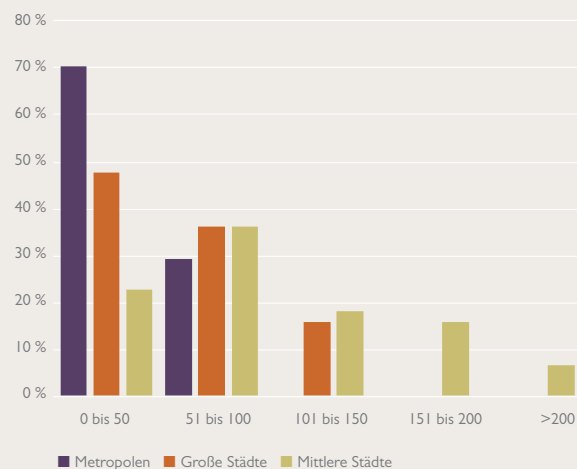
In Konformität mit den Ideen von *Fama*, *French* und *Carhart* gilt es demnach weitere immobilien spezifische Risiken zu identifizieren und im Rahmen der Prämiensetzung zu quantifizieren. Zum einen ist das Liquiditätsrisiko – das Risiko auf einem illiquiden Markt keinen Käufer zu finden – und zum anderen ist das Transparenzrisiko – das Risiko für die Wert- und Preisermittlung lediglich ungenügende Daten und Informationen vorzufinden – zu nennen. In der Regel gilt, dass umso kleiner die relevanten Märkte sind, desto höher sind die Ausprägungen dieser beiden Risikovariablen.

Im Rahmen der Umfrage wurde zwischen Metropolen, großen Städten und mittleren Städten für Core-Büroimmobilieninvestitionen differenziert. Als Metropolen sind Städte wie London, Paris oder Berlin zu sehen. Unter großen Städten werden beispielsweise München oder Hamburg subsummiert. Düsseldorf, Lille oder Rotterdam werden im europäischen Kontext eher als mittlere Städte erfasst. Auch die Umfrageteilnehmer weisen den größeren Märkten für die beiden Risikovariablen eher eine geringe Prämie zu; den kleineren Märkten hingegen eine vergleichsweise hohe Prämie.

Für ca. 60 % der Umfrageteilnehmer sollte das Liquiditätsrisiko in den großen Metropolen mit bis zu 50 BP abgegolten werden. Lediglich 6,8 % sehen für diesen Städtetypus eine Risikoprämie von über 100 BP als erforderlich an. Der gewichtete Mittelwert (39,8 BP) weicht vom Median (25 BP) für das Liquiditätsrisiko in den großen Metropolen deutlich ab. Für die großen Städte ist das Bild deutlich differenzierter. Die ersten drei Auswahlmöglichkeiten sind fast gleich verteilt.

Einen Verzinsungsanspruch für dieses Risiko in den großen Städten jenseits von 150 BP wird allerdings von einer deutlichen Minderheit (4,6 %) gefordert. Der gewichtete Mittelwert (61,4 BP) und der Median (50 BP) liegen im Vergleich zu den großen Metropolen deutlich näher beieinander. Knapp 66 % der Umfrageteilnehmer sehen für die mittleren Städte eine Risikoprämie aufgrund der mangelnden Liquidität von über 100 BP als erforderlich an. Knapp 7 % möchten dieses Risiko mit einer Prämie von über 200 BP verzinst sehen. Der gewichtete Mittelwert (103,4 BP) und der Median (100 BP) entsprechen sich weitgehend.

ABB. 7: MITTLERE TRANSPARENZRISIKOPRÄMIE (IN %)



Kalkulation & Design: Catella Research 2021

Antworten: n = 44

Das Transparenzrisiko wird von den Umfrageteilnehmern im Vergleich zu den anderen Risikoquellen eher untergewichtet. Dies spiegelt sich in einer tendenziell geringeren Notwendigkeit der Risikokompensation wider. Über 70 % halten für Investitionen in den großen Metropolen einen Verzinsungsanspruch von 0 bis zu 50 BP vonnöten; knapp 30 % sehen maximal 100 BP als erforderlich an.

Der gewichtete Mittelwert liegt bei 32,4 BP; der Median hingegen bei 25 BP. Ein ähnliches Bild – allerdings von geringerer Intensität – ergibt sich für die großen Städte. Der gewichtete Mittelwert (46 BP) und der Median (50 BP) entsprechen sich weitgehend. Die Antworten für die mittleren Städte sind hingegen deutlich breiter verteilt. Eine Mehrheit (36,4 %) sieht einen Verzinsungsanspruch von 51 bis 100 BP als angemessen an. Doch auch einige Umfrageteilnehmer fordern deutlich höhere Prämien. Der gewichtete Mittelwert liegt bei 79,6 BP; der Median hingegen bei 50 BP.

Schätzung des Downside-Risikos

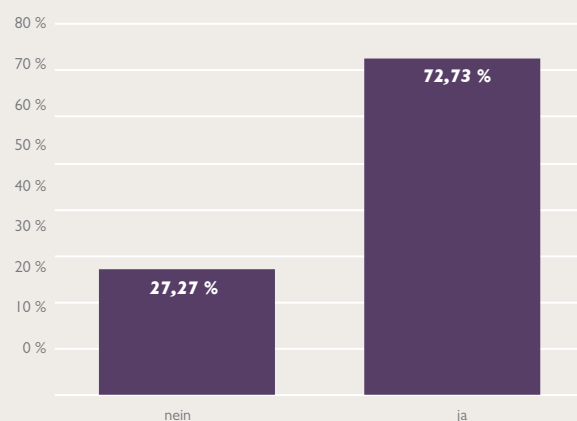
Im „Catella Market Tracker 2020 – Die „Japanisierung“ der europäischen Büroimmobilienmärkte“ wurde skizziert, dass auch institutionelle Investoren einer Vermögensillusion unterliegen können. Diese Vermögensillusion geht mit einer Unterschätzung des Risikos für ein Downside-Szenario einher. Eine weitere Risikoprämie für diesen Risikotyp soll den massiven Verkehrswerterhöhungen aufgrund der expansiven Geldpolitiken Rechnung tragen.

Umso höher die beobachteten Preiserhöhungen seit 2010 waren, desto größer ist ein mögliches Rückschlagpotenzial einzukalkulieren und mit einer Risikoprämie zu versehen. Vor dem Hintergrund des deutlichen Anstiegs der Immobilientransaktionsvolumina in den letzten Jahren ist zu erkennen, dass institutionelle Anleger und Fondsmanager kontinuierlich aufgrund der konventionellen und unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen Gelder aus den Fixed-Income-Märkten abgezogen und in die Immobilienmärkte investiert haben. Ein geeignetes Substitut hinsichtlich der Losgrößen stellen dabei die Metropolen dar, sodass Immobilieninvestitionen in den großen Metropolen mit tendenziell einer höheren Prämie für das Downside-Risiko zu versehen wären.

Knapp drei Viertel der Umfrageteilnehmer (72,7 %) unterstützen den Grundtenor dieser These und würden ebenfalls eine Prämie für diese Risikoquelle ansetzen; 12 Teilnehmer (27,3 %) stimmen dieser These nicht zu. Die gesetzten Prämien durch die bejahenden Teilnehmer bewegen sich in einem Korridor von 20 bis 300 BP. Median (100 BP) und gewichteter Mittelwert (103 BP) sind fast identisch.

ABB. 8: MITTLERE DOWNSIDE-RISIKOPRÄMIE (IN %; IN BASISPUNKTE)

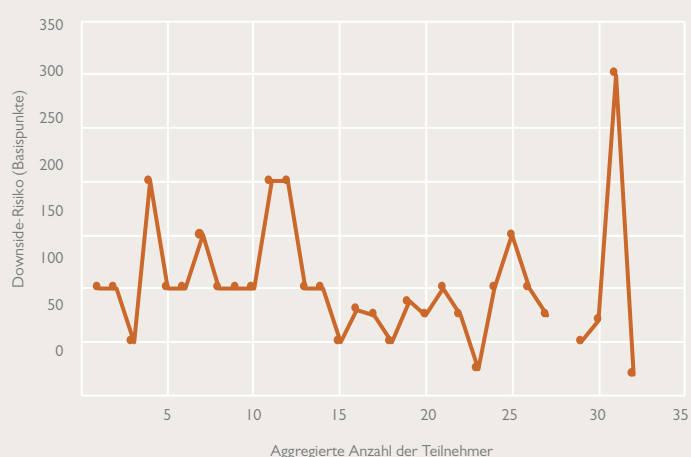
Umfrageergebnisse: Downside-Risikoprämie (in Prozent)



Kalkulation & Design: Catella Research 2021

Antworten: n = 44

Mittlere Downside-Risikoprämie (in Basispunkte)

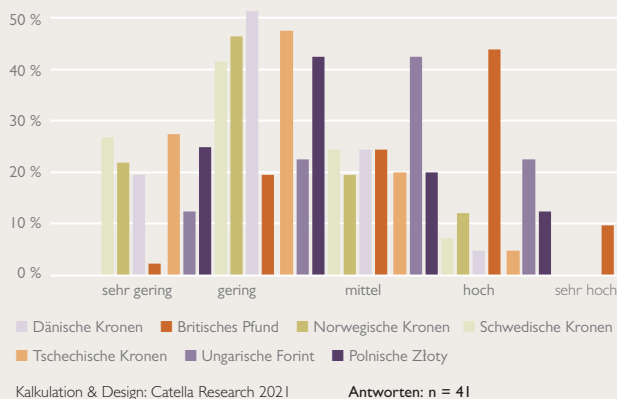


Aggregierte Anzahl der Teilnehmer

Wechselkursrisikoprämien

Abschließend sind noch Wechselkursrisikoprämien zu berücksichtigen. Länderrisiken spiegeln sich eben auch in der Änderung der Relation verschiedener Währungen zueinander wider. In etwa durchschnittlich 70 % der Umfrageteilnehmer bewerten Investitionen in die dänische (70 %), die norwegische (68 %) und schwedische Krone (68 %) als sehr gering bzw. gering. Lediglich ca. 8 % der Teilnehmer bewerten die Risiken für diese drei Währungen als hoch bzw. sehr hoch. Als hoch bzw. sehr hoch bewerten hingegen 65 % der Teilnehmer die Risiken für den ungarischen Forint. Mittelmäßige Risiken (42,5 %) hingegen werden dem polnischen Złoty beigemessen. 25 % der Teilnehmer dagegen bewerten das Złotyrisiko als gering bzw. sehr gering; 32,5 % stufen diese Risiken als hoch bzw. sehr hoch ein. Knapp 54 % der Teilnehmer bewerten die Risiken für das britische Pfund als hoch (43,9 %) bzw. sehr hoch (9,8 %); aber auch knapp ein Viertel der Umfrageteilnehmer sehen für die britische Währung geringe bzw. sehr geringe Risiken.

ABB. 9: WECHSELKURSRISIKEN (IN %)

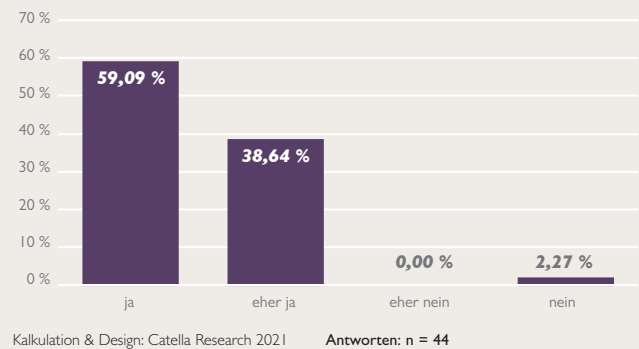


4. Spekulationen auf Mietsteigerungen?

Um unter der Annahme stabiler Renditeniveaus die Verkehrswerte steigern zu können, bedarf es der Erhöhung der Mieten. Eine solche Wachstumskomponente wird auch klassischerweise im Diskontierungsmodell – auch Gordon-Growth-Modell genannt – Anwendung finden. Die Umsetzung einer auf umfassende Mietpreissteigerungen ausgerichteten Immobilienstrategie kann nur im Rahmen einer erhöhten Risikokategorie erfolgen. In den großen Metropolen notieren die Anfangsrenditen für innerstädtische Core-Büroimmobilieninvestments um die Drei-Prozent-Marke (z. B. Berlin & München: 2,7 %, Paris CBD: 2,8 %, Stockholm: 3,1 %). Bei Einbezug von operativen und finanziellen Kosten befindet sich die mögliche Cashflow-Rendite oft gerade noch im positiven Bereich. Durch die Spekulation auf einen neuen höher notierenden Mietkontrakt können aber Wert- und Mietsteigerungen erzielt werden.

Dann stellt das vermeintliche Core- aber ein verkapptes Value-Add-Investment dar. Die Erzielung von Mietsteigerungen wird aber wohl künftig aufgrund der wirtschaftlichen Verwerfungen (*Corona-Krise*) und den strukturellen Brüchen (*deutlicher Trend zu Home-Office*) eher schwierig werden.

ABB. 10: THESE-ZUSTIMMUNGSRATE (IN %)



Eine deutliche Mehrheit von 97,7 % (43 Teilnehmer) stimmt diesen Ausführungen zu (ja bzw. eher ja); 2,3 % (1 Teilnehmer) der Umfrageteilnehmer hingegen sehen das nicht so.

5. Zusammenfassung

Eine deutliche Mehrheit der Teilnehmer stuft sich als risikoavers bzw. -neutral ein. Der durchschnittliche risikolose Zinssatz liegt bei **0 BP**. Steigende Preise für Core-Büroimmobilien in Europa sind per se als unkritisch anzusehen, da der risikolose Zinssatz die Discount Rate deutlich absenkt und sich damit bereits höhere Wertansätze mathematisch ergeben. Problematisch wird es aber eben dann, wenn den mannigfaltigen Risikoquellen nur noch geringe Aufmerksamkeit zuteilwird und Investitionsentscheidungen lediglich auf Basis der jüngsten Preissteigerungen getätigt werden. Eine vermeintlich „self-fulfilling prophecy“ hat schon so manche Preiskorrektur eingeleitet. Volatilitätsrisiken (*Marktrisiken*) sind durchschnittlich mit **100 BP** zu versehen; die Volatilitätskennzahlen sind dabei in größeren Märkten deutlich stärker ausgeprägt.

Hingegen weisen die großen Metropolen (**40 BP**) im Vergleich zu anderen Märkten (große Städte: **60 BP**; mittlere Städte: **100 BP**) deutlich geringere Liquiditätsrisiken auf; ein ähnliches Bild ergibt sich für das Transparenzrisiko (Metropolen: **30 BP**; große Städte: **45 BP** und mittlere Städte: **80 BP**). Wechselkursrisiken sind bei Nicht-Euro-Investitionen ebenfalls zu berücksichtigen und in die Ermittlung der Discount Rate einzubeziehen. Die geforderte Prämie wäre nach dem Teilnehmerecho für die nordischen EWR-Länder im Vergleich zu den osteuropäischen Ländern wohl niedriger anzusetzen. Auch Downside-Risiken sollten mit durchschnittlich **100 BP** Eingang in die Wertermittlung finden, wobei Investitionen in Metropolen allgemein mit einer vergleichsweise höheren Prämie zu versehen wären.

Über Catella

Catella gehört zu den führenden Spezialisten im Bereich Immobilieninvestment und Fondsmanagement und agiert in 14 Ländern. Der Konzern verwaltet Vermögenswerte von rund 14 Mrd. Euro. Catella ist im Mid Cap Segment des Nasdaq Stockholm gelistet.

Mehr unter catella.com

Kontakt:

Prof. Dr. Thomas Beyerle
thomas.beyerle@catella.de
+49 30 310 193-220

Maximilian Radert M.Sc., LL.M., EMBA
maximilian.radert@catella-investment.com
+49 89 189 16 65 280