

23.07.2014

Immobilienmarktverhalten

Woher kommen Wertsteigerungen?



Thomas Meyer, Vorstandsvorsitzender der Wertgrund Immobilien

Der Wert von Immobilien ist in den vergangenen Jahren enorm gestiegen. Thomas Meyer, Vorstandsvorsitzender der Wertgrund Immobilien, erläutert, woraus die Wertsteigerung genau besteht und was das für Anleger bedeutet.

Gerade deutsche Wohnimmobilien haben in den vergangenen Jahren eine deutliche Wertsteigerung erfahren. Ihr Total Return betrug gemäß IPD allein im vergangenen Jahr 8,3 Prozent. Das liegt deutlich über dem Wert für deutsche Immobilien insgesamt (5,1 Prozent). Schaut man jedoch, wie sich dieser Wert zusammensetzt, dann wird deutlich, dass er zum größten Teil aus Wertsteigerungen resultiert.

Denn 3,5 Prozentpunkte von den 8,3 Prozent stammen aus Wertsteigerungen der Wohnimmobilien. Die Netto-Cashflow-Rendite für Wohnimmobilien war zwar mit 4,7 Prozent durchaus beachtlich, jedoch lag diese unterhalb der Netto-Cashflow-Rendite bei anderen Nutzungsarten (der Durchschnitt für alle Immobilien betrug 5,3 Prozent).

Bei manchen börsennotierten Wohnimmobilien-AGs kann man beobachten, dass der Net Asset Value vor allem wächst, weil die Immobilienwerte gestiegen sind. Tatsächlich weiß jeder Marktbeobachter, dass insbesondere für Wohnimmobilien die Multiplikatoren in den letzten Jahren kräftig gestiegen sind beziehungsweise – anders ausgedrückt – die Renditen kräftig gefallen sind. Dass sich dies auch in den Bewertungsergebnissen widerspiegeln muss, liegt auf der Hand.

Gestiegener Mietertrag oder Anpassung des Multiplikators

Andererseits sind Anleger zu Recht skeptisch, wenn ein Großteil des Ertrages aus Wertänderungen resultiert. Die Frage, die in diesem Fall gestellt werden muss, lautet: Woher kommen diese Wertänderungen? Vereinfacht gesagt, ergibt sich der Wert einer Immobilie als Produkt aus dem Nettomietertag und dem marktbedingten Multiplikator.

Anleger sollten also fragen: Ist die Wertsteigerung vor allem Ergebnis eines gestiegenen Mietertrags beziehungsweise Mietüberschusses oder aber einer Anpassung des Multiplikators durch den Bewerter?

In der Praxis werden meist beide Komponenten eine Rolle spielen. Skeptisch sollten Anleger jedoch dann sein, wenn ein Großteil der Wertsteigerung nicht aus einer Erhöhung des Bewirtschaftungsergebnisses, also Mieteinnahmen abzüglich nicht umlagefähige Kosten, resultiert, sondern aus der sogenannten Yield-Compression, also daraus, dass nun höhere Faktoren in der Bewertung angenommen werden.

Das Bewirtschaftungsergebnis ist eine objektive Größe. Der Multiplikator spiegelt dagegen zunächst einmal die Meinung des Bewerter wider. Natürlich ist diese Meinung begründet und hoffentlich ist sie wohlbegründet. Wenn etwa die Daten eines Gutachterausschusses eindeutig belegen, dass der Liegenschaftszins in einer bestimmten Lage deutlich gesunken ist, dann muss sich dies natürlich in höheren Multiplikatoren widerspiegeln.

Aber „härter“, belastbarer und weniger anfechtbar als eine der Yield-Compression geschuldete Wertänderung ist eine Wertänderung, die aus einem gestiegenen Netto-Mietüberschuss resultiert. Aufgabe eines Asset-Managers ist es, den Netto-Mietüberschuss zu steigern. Auf die Entwicklung des allgemeinen Renditeniveaus hat er dagegen keinen Einfluss.

Vereinfacht gesagt sollten Anleger beim Immobilienertrag also vier kritische Fragen stellen:

1. Wie viel resultiert aus der Netto-Cashflow-Rendite?
2. Wie viel resultiert aus der Wertänderungsrendite?
3. Welchen Anteil an einer gestiegenen Wertänderungsrendite hat die Steigerung des Netto-Mietüberschusses und welchen Anteil hat die gesunkene Marktrendite beziehungsweise ein höher angesetztter Multiplikator?
4. Und beim Multiplikator ist zu fragen, ob dieser eher konservativ (also am unteren Ende der Bandbreite des möglichen Bewertungsspielraumes) oder eher progressiv (also eher am oberen Ende) angesetzt wurde.

Als Faustformel gilt: Der Anleger sollte skeptisch sein, wenn ein zu hoher Anteil des

Immobilienwertes aus Wertänderungen resultiert und diese Wertänderung wiederum nicht in erster Linie der Steigerung des Netto-Mietüberschusses geschuldet ist, sondern vor allem Ergebnis eines höher angesetzten Multiplikators.

!

Von: Thomas Meyer