

„Wie entstehen hohe und niedrige Verkehrswerte?“

- a) Ungeklärte wirtschaftliche Marktregeln
- b) Unvollständige Marktabgrenzungen
- c) Neue Immobilienmärkte

Mudana Valuation GmbH

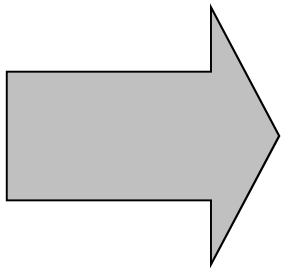
Dr. Michael Münchehofe

Dezember 2010

Ungeklärte wirtschaftliche Marktregeln

Definition

- ❖ Zur wirtschaftlichen Beurteilung von Immobilientransaktionen fehlen einheitliche Bezugsgrößen und Ankerpreise



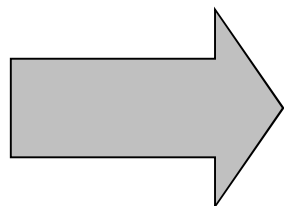
große Unterschiede bei
Marktpreisen

Ungeklärte wirtschaftliche Marktregeln

Märkte und Ankerpreise

Marktinformationen zum 20.11.2010

Markt	Bezugsgröße	Preis/Rendite
Öl	Barrel Brent Oil	83 \$
Gold	Feinunze	1354 \$
Aktien	DAX	6840 Punkte
Anleihen	Bundesanleihe, 10 J.	2,70%
IMMOBILIEN	???	???



bei Immobilien gibt es wenig Konkretes, eher diffuse Formeln wie „Betongold“

Renditedefinitionen – nicht abschließende Auswahl



- a) „12 fache“ als Ist-Miete
- b) „12 fache“ als Soll-Miete
- c) „12 fache“ als Markt-Miete
- d) Anfangsrendite
- e) Liegenschaftszinssatz
- f) „ARY“ All Risk Yield
- g) Cash-Flow Rendite
- h) Fund from Operations (FFO)
- i) *Diskontierungszinssatz***

Ungeklärte wirtschaftliche Marktregeln

Einheitliche Renditedarstellung ist möglich

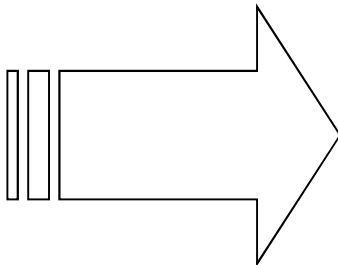
Jedes „Vielfache“ oder jeder „Multiplikator“ lässt sich als Zinssatz darstellen

Vielfache Ist-Miete

Jahresnettokaltmiete	200.000 €
Vielfache	x 12
Wert Immobilie	2.400.000 €

Ableitung mit Investment Methode

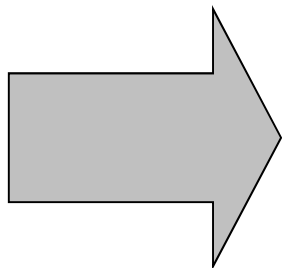
Jahresnettokaltmiete	200.000 €
Bewirtschaftungskosten	- 60.000 €
Jahresreinertrag	140.000 €
Jahresreinertrag	140.000 € /
Kapitalisierungszinssatz	0,058
Wert Immobilie	2.400.000 €



Unvollständige Marktabgrenzungen

Definition



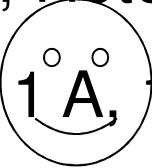

- ❖ Fehlwahrnehmung der Marktteilnehmer über die Vielzahl der Immobilienteilmärkte mit unterschiedlichen Mechanismen der Preisbildung
- ❖ Anbieter oder Nachfrager nehmen Marktabgrenzungen nicht wahr, obwohl Märkte zu trennen sind



große Unterschiede bei
Marktpreisen

Unvollständige Marktabgrenzungen

Vielzahl von Marktabgrenzungen

- **Nach Anlagestrategie bzw. Risiko** : Core, Value Add
Opportunistic 
- **Nach Nachhaltigkeit** : Green Building, Fonds für
Windkraftanlagen, Energieverbrauch 
- **Nach Art** : Wohnen (Mehrfamilienhäuser), Büro,
Einzelhandel, Hotel, Pflege, Logistik
- **Nach Lage** :  1 A, 1 B, B, C-Lagen und Randlagen
- **Nach Baujahr** : vor 1920, 1920 - 1945, 1950 - 1970, 1970
- 1980, 1980 - 1990, 1990 - 2005, Neubau 

Unvollständige Marktabgrenzungen

Vielzahl von Marktabgrenzungen

- **Nach Art der Transaktion** : Einzelverkauf, Paketverkauf/ Asset Deal, Share Deal, Miteigentumsanteil
- **Nach Land/Region**: Deutschland, West-, Osteuropa, USA, China, „South East Asia“, Dubai, Schwellenländer



Es gibt wenige Core-Immobilien. Nach aktueller Bulwienanalyse sind gut 4 % des deutschen Büroflächenbestandes als „Core“ zu bezeichnen.

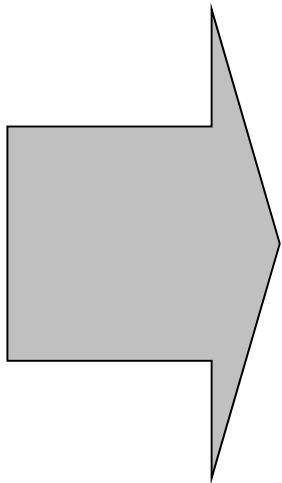


Möglicherweise sind es noch weniger, weil Neubauprojekte die alten Häuser verdrängen

Unvollständige Marktabgrenzungen

Abgrenzung „1 A Lage“ von anderen Lagen

Auswertung der Preisbildung von „1 - A Lagen“ auf „zentrale“, „bevorzugte“ und „nachgefragte“ Lagen



Premium-Preise oder Liegenschaftszinssätze und Anfangsrenditen in Lagen mit geringen Risiken werden auf Lagen mit hohen Risiken übertragen

Beispiel: Berliner Büro- und Geschäftsimmobilien weit in der Stadt und im „Zentrum“ verteilt

Unvollständige Marktabgrenzungen

Abgrenzung von liquiden und illiquiden Märkten

Definition : liquider Markt

Ein Markt, in dem jederzeit erwartet werden kann, einen Transaktionspartner zum Verkehrswert zu finden (= Märkte mit großem Angebot und Nachfrage, internationale Wirtschaftszentren, z. B. London, Paris)

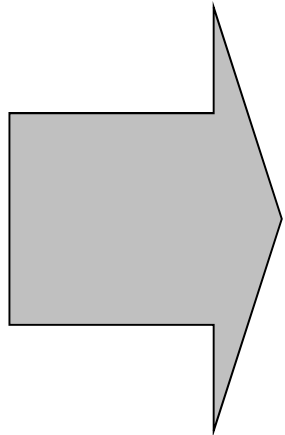
Definition : illiquider Markt

Es finden sich zum Verkehrswert keine Käufer oder Märkte mit hohen Preisschwankungen, z. B. in Schwellen- oder Transformationsländern

Unvollständige Marktabgrenzungen

Abgrenzung von liquiden und illiquiden Märkten

Ausweitung der Preisbildung von „1 - A Lagen“
liquider Märkte (z. B. München, Paris, London) auf
„1 - A Lagen“ weniger liquider Märkte (z. B. Dubai,
osteuropäische Zentren)



Notwendige Risikoprämien für
Schwellenländer und Währungsrisiken
werden nicht eingepreist

Beispiel : Abwertungsdruck bei einzelnen
offenen Immobilienfonds

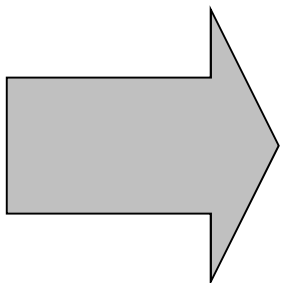
Unvollständige Marktabgrenzungen

Abgrenzung Einzel- und Paketverkauf

Paketbewertung Mehrfamilienhäuser ImmoAG, 2010

Lage Berlin, einfache Wohnlage, Bj. 1950 - 1970

Mieteinnahmen netto kalt, 2010	51,6 Mio. €
Jahresmultiplikator	x 15,0
Verkehrswert Mehrfamilienhäuser	775 Mio. €



Bei Portfoliotransaktionen (Börsengang, Pakethandel) können unter bestimmten Bedingungen (z. B. hohe Fremdfinanzierung) hohe Multiplikatoren erreicht werden

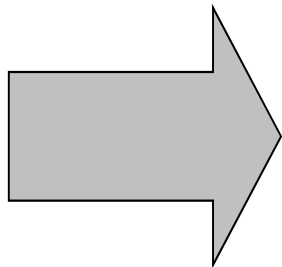
Unvollständige Marktabgrenzungen

Abgrenzung Einzel- und Paketverkauf

Einzelverkauf Mehrfamilienhäuser, 2010

Lage Berlin, einfache Wohnlage, Bj. 1950 - 1970

Mieteinnahmen netto kalt, 2010	51,6 Mio. €
Jahresmultiplikator	x 11,5
Verkehrswert Mehrfamilienhäuser	593 Mio. €



Im Einzelverkauf gilt für einen wesentlichen Teil des Wohnungsportfolios mit 11,5 ein niedrigerer Multiplikator als 15

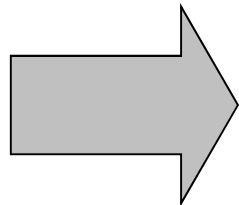
Unvollständige Marktabgrenzungen

Abgrenzung Einzel- und Paketverkauf

Verkehrswert Mehrfamilienhäuser

Mieteinnahmen netto kalt, 2010	51,6 Mio. €
Paketmultiplikator	x 15,0
Einzelmultiplikator	x 11,5
Paketwert Mehrfamilienhäuser	775 Mio. €
Einzelbewertung Mehrfamilienhäuser	593 Mio. €

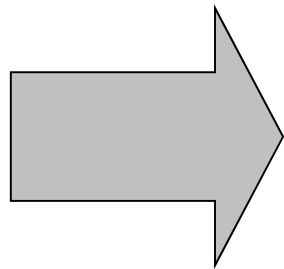
Wertdifferenz	31,0 %
in Mio. €	182 Mio. €



International Valuation Standards (IVS 2007) :
Berichtspflicht bei Wertdifferenzen

Definition

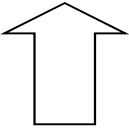
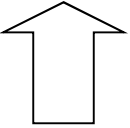

- ❖ Neue Marktsegmente, die bisher als solche von den Marktteilnehmern nicht wahrgenommen worden sind, für die es noch keine feste Preisvorstellungen gibt

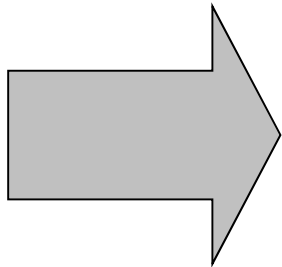


große Unterschiede bei
Marktpreisen

Neue Immobilienmärkte

Beispiele für Berlin

- Eigentumswohnungen in hervorgehobener Lage mit Servicefunktionen (3.500 bis 11.000 €/m² Wohnfläche) 
- Townhäuser (300.000 bis 2 Mio. € je Haus) 
- Flughafenfeld Tempelhof : Grün- und Fahrbahnbrache inmitten einer Metropole? Wertansatz 30 bis 40 €/m² Bodenfläche ? 



fehlende Ankerpreise zur Orientierung führen zu Preisphantasie nach oben oder unten