



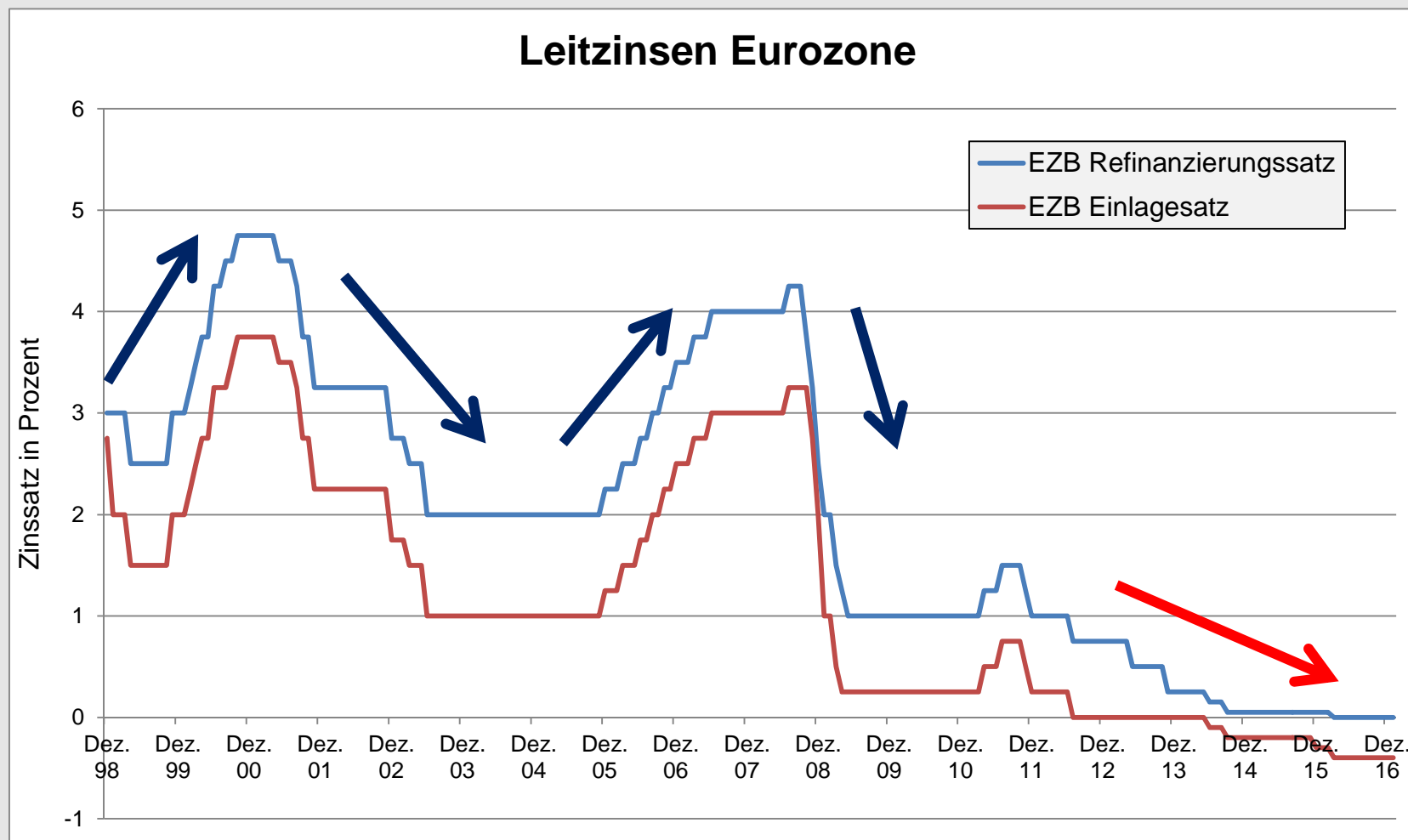
# **Marktgerechtigkeit von Erbbauzinsen im Niedrigzinsumfeld**

## **Ein Ansatz aus Kapitalmarktsicht**

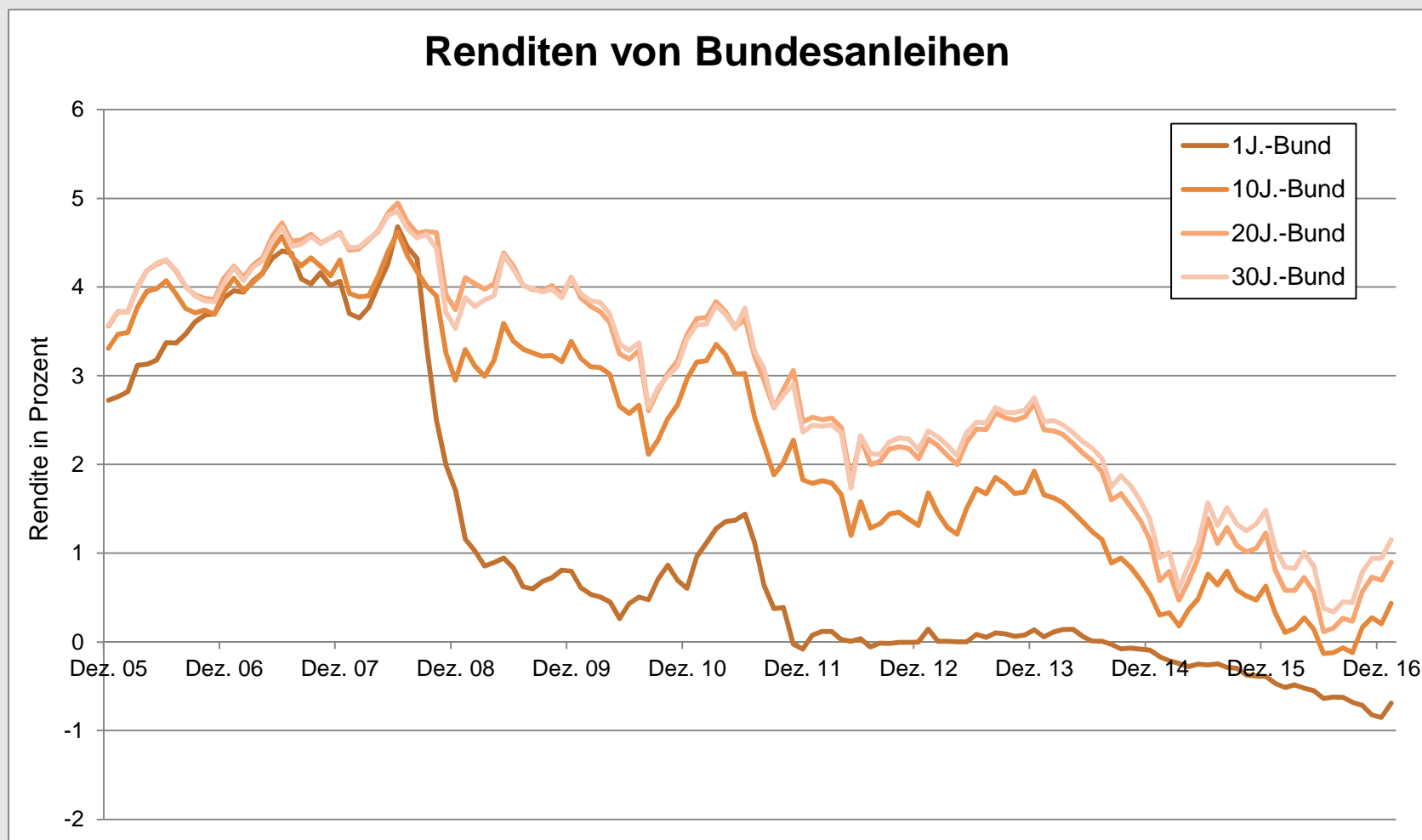
**Braunschweig Advisors GmbH - ein Unternehmen der Öffentlichen Versicherung Braunschweig**



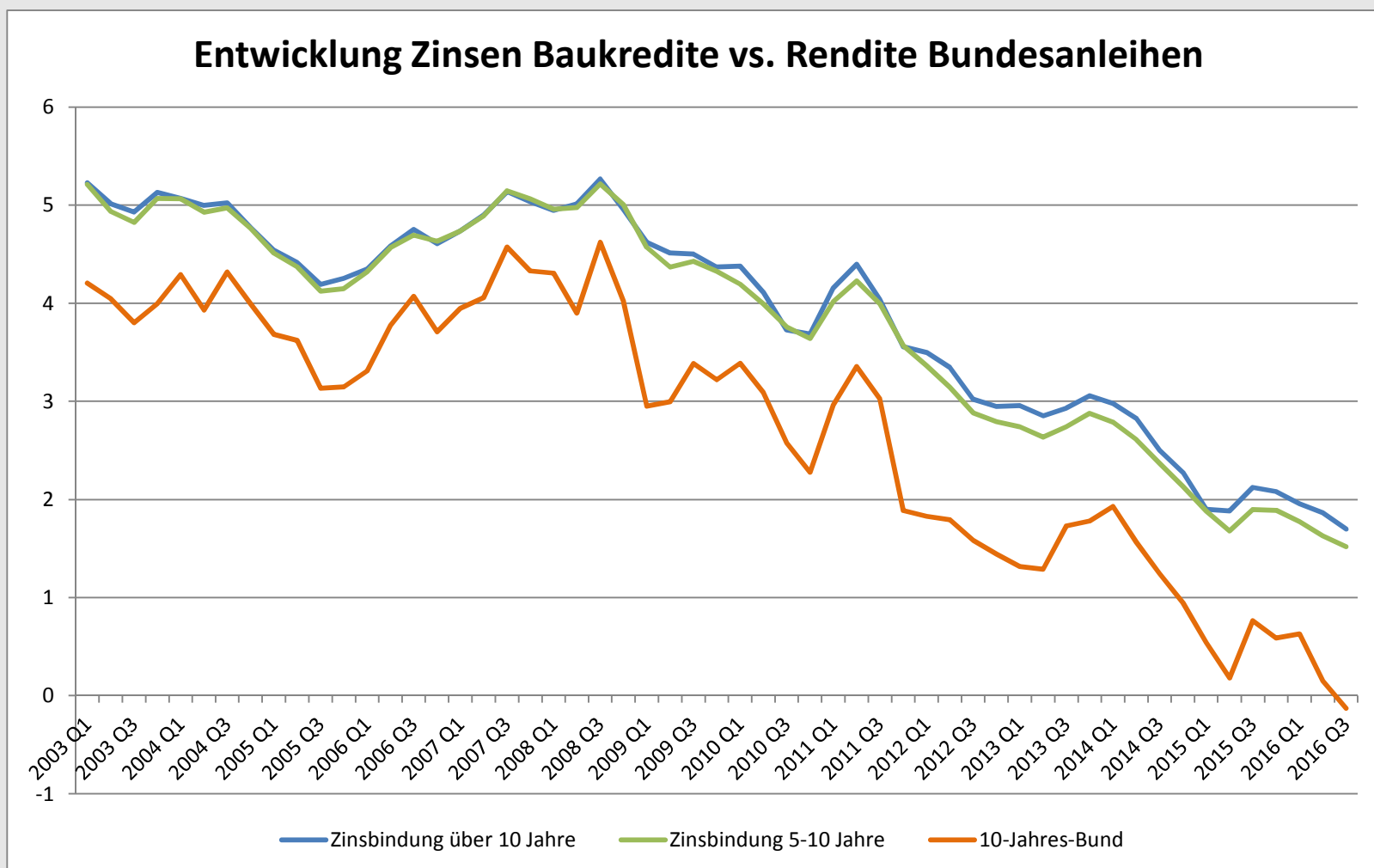
- 1. Marktentwicklung Renditen und Hypotheken**
- 2. Was ist Marktgerechtigkeit? – Modelldimensionen**
- 3. Sicht des Erbbaugebers**
- 4. Kapitalmarktäquivalenz und Modellüberlegungen**
- 5. Herleitung sinnvoller Zuschläge**
- 6. Ergebnis und historische Entwicklung**



- Die Leitzinsen liegen auf historisch niedrigstem Niveau.



- Die Rendite deutscher Bundesanleihen ist bis zu Laufzeiten von 7 Jahren negativ. In 2016 notierte selbst der 10-Jahres-Bund länger negativ.



Quelle: Deutsche Bundesbank, Finanzwirtschaftliche Indikatoren

- Im gleichen Zuge sinken die Zinsen für Baukredite auf historische Tiefststände.



- 1. Marktentwicklung Renditen und Hypotheken**
- 2. Was ist Marktgerechtigkeit? – Modelldimensionen**
- 3. Sicht des Erbbaugebers**
- 4. Kapitalmarktäquivalenz und Modellüberlegungen**
- 5. Herleitung sinnvoller Zuschläge**
- 6. Ergebnis und historische Entwicklung**

Marktgerecht ist grundsätzlich der Preis, der von beiden Seiten als gerechter Ausgleich der Leistung angesehen wird.

## Modelldimensionen der Marktgerechtigkeit



### Aus Sicht des Erbbaugebers

- Vergleich mit alternativen Kapitalanlagen
- Fairer Ausgleich: sehr langfristige Kapitalbindung vs. sehr hohe Sicherheit
- Soziale Kriterien als weitere, nicht zu bepreisende Komponente

### Aus Sicht des Erbbaunehmers

- Marktabgleich mit Hypothekenzinsen
- Fairer Ausgleich: geringerer Liquiditätsbedarf vs. fehlender Eigentumsübergang
- Einschätzung über zukünftige Wertentwicklung des Grundstücks als Entscheidungskriterium?



- 1. Marktentwicklung Renditen und Hypotheken**
- 2. Was ist Marktgerechtigkeit? – Modelldimensionen**
- 3. Sicht des Erbbauebers**
- 4. Kapitalmarktäquivalenz und Modellüberlegungen**
- 5. Herleitung sinnvoller Zuschläge**
- 6. Ergebnis und historische Entwicklung**



## Marktsituation

- Erbbaugeber konkurrieren gegenüber den Erbbaunehmern mit Banken (als Kreditgeber) und Gemeinden / Erschließern (Erschließung, Ausweisung und Verkauf von Bauland)
  
- Akteure im gleichen Markt, aber mit deutlich abweichenden Zielsetzungen:
  - Banken: Erzielung einer Zinsmarge
  - Gemeinden: Ansiedlung (steuerpflichtiger) Einwohner, Gewinnerzielung durch Baulandvermarktung
  
- Zielsetzung Erbbaugeber divergent
  - Übergeordnet: Vermögenserhalt, Erzielung von sicheren Erträgen
  - Je nach Erbbaugeber (Stiftung, kirchliche Einrichtungen, Gemeinden) teilweise soziale Belange, Wohnungsbauförderung



- Um in diesem Umfeld weiterhin erfolgreich Erbbaurechte vermarkten zu können, ist es wesentlich, marktgerechte Konditionen anbieten zu können.
- Diese müssen jedoch auch dem Erbbaueber unter den gegebenen Marktbedingungen weiterhin einen auskömmlichen Ertrag generieren.
- Die nachfolgenden Überlegungen dienen der Herleitung einer Mindestverzinsung bei der Neuvergabe von Erbbaurechten aus Sicht des Erbbauebers.
- Abhängig von der Immobilienmarktlage und Nachfrage sind potentiell höhere Verzinsungen zu erzielen, die sich nicht pauschal aus dem Kapitalmarkt ableiten lassen.



- 1. Marktentwicklung Renditen und Hypotheken**
- 2. Was ist Marktgerechtigkeit? – Modelldimensionen**
- 3. Sicht des Erbbaugebers**
- 4. Kapitalmarktäquivalenz und Modellüberlegungen**
- 5. Herleitung sinnvoller Zuschläge**
- 6. Ergebnis und historische Entwicklung**

- Zur Preisfindung erscheint der Vergleich von Hypothekenzinsen und Erbbauzinsen zunächst intuitiv sinnvoll.
- Im Detail wird klar, dass dies weder aus Sicht des Erbbaugebers noch aus Sicht des Erbbaunehmers das geeignete Maß zur Herleitung einer marktgerechten Verzinsung ist.
- Aus Sicht des Erbbaugebers ist das Erbbaurecht schlicht als Kapitalanlage zu betrachten, soziale Überlegungen werden dabei initial nicht bewertet.
- Eigenschaften Erbbaurecht:
  - Festgelegte Laufzeit – stabiler Cashflow
  - Sehr hohe Sicherheit durch fortbestehendes Eigentum am Erbbaugrundstück
  - Fixierter Kupon (z.T. mit Anpassungsklauseln zum Inflationsausgleich)
  - Sehr hohe Illiquidität – einseitige Veräußerung des Erbbaurechtes mit hohen Hürden verbunden

Hohe Deckungsgleichheit mit Anleihen

## Vorschlag für die Modellierung eines marktgerechten Erbbauzinses

- a) Basis: Risikoloser Zinssatz, laufzeitenabhängig
- b) Risikoaufschlag für das Ausfallrisiko des Erbbaunehmers (Credit-Spread)
- c) Abschlag für die Wertsicherungsklauseln
- d) Aufschlag für Illiquidität der Anlage
- e) Verwaltungskosten

---

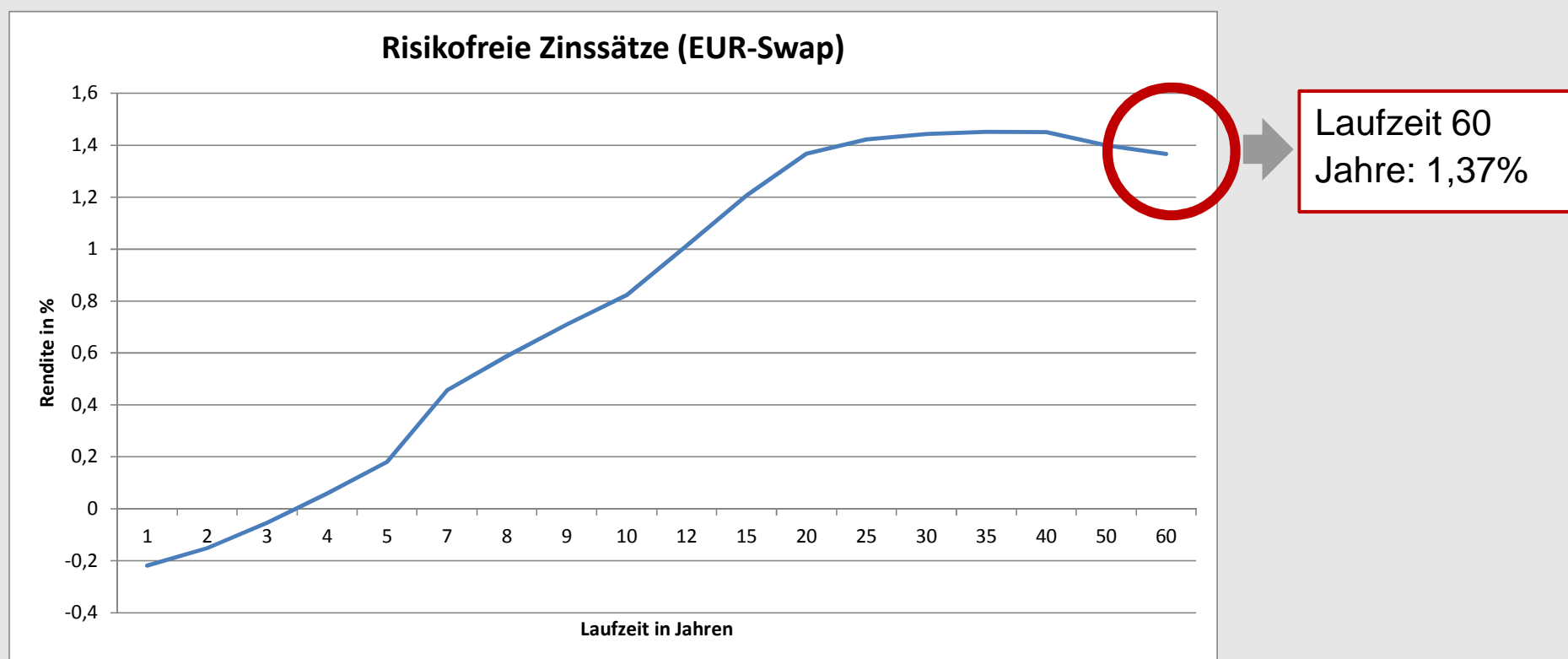
= marktgerechter Erbbauzins

- Die so ermittelte Verzinsung ist in der Folge gut nachvollzieh- und begründbar und kann leicht der Marktentwicklung angepasst werden.



## a) Basisverzinsung – risikoloser Zins

- Preisfindung für Erbbaurechtsverzinsung ist kapitalmarktäquivalent aus Anleihen abzuleiten, unter Berücksichtigung passender Zu- und Abschläge.
- Problemstellung: vergleichbar lange Laufzeiten werden kaum begeben.



Quelle: Bloomberg, Stand 31.01.2017

- Das geringe Angebot und die damit einhergehende geringe Liquidität drücken die Rendite am langen Ende der Zinsstrukturkurve.



- 1. Marktentwicklung Renditen und Hypotheken**
- 2. Was ist Marktgerechtigkeit? – Modelldimensionen**
- 3. Sicht des Erbbauebers**
- 4. Kapitalmarktäquivalenz und Modellüberlegungen**
- 5. Herleitung sinnvoller Zuschläge**
- 6. Ergebnis und historische Entwicklung**



## b) Risikoaufschlag

### Pfandbriefe / Covered Bonds

- Anleihen mit gesonderter Deckungsmasse und besonderer rechtlicher Grundlage (zumeist verankert im Insolvenzrecht).
- Zur Bedienung der Verbindlichkeit des Schuldners steht dem Gläubiger neben dem Cashflow des Gläubigers auch der Zugriff auf eine gesonderte Deckungsmasse (grundpfandrechtl. gesichertes Hypothekenportfolio / Cover Pool) zur Verfügung.
- Pfandbriefe bilden das beste Kapitalanlage-Äquivalent zu Erbbaurechten.
- Aber: Pfandbriefe / Covereds werden im Mittel mit Laufzeiten von 10-15 Jahren offeriert, Laufzeiten > 30 Jahre sind quasi nicht bekannt.
- Daher Rückgriff auf Staatsanleihen als risikoarme Alternative zur Ableitung der Basisverzinsung.





## b) Risikoaufschlag

- Auch bei Staatsanleihen noch geringes Angebot an sehr langen Laufzeiten, im Rahmen der Niedrigzins-Ära jedoch zunehmend mehr Emissionen.
- Ausgewählte Emissionen von Staaten hoher Bonität:

Emittent	Rating	Fälligkeit	Rendite	Spread zu Swap
Belgien	AA	22.06.2066	2,26%	0,87%
Österreich	AA+	26.01.2062	1,69%	0,26%
Österreich	AA+	02.11.2086	1,89%	0,56%
Frankreich	AA	25.04.2060	2,19%	0,77%
Frankreich	AA	25.05.2066	2,30%	0,91%
Niederlande	AAA	15.01.2047	1,29%	-0,17%
Deutschland	AAA	15.08.2046	1,18%	-0,28%

Quelle: Bloomberg, Stand 14.02.2017

- Je nach Bonität des Schuldners bestehen deutliche Unterschiede in der Rendite. Gegenüber der risikolosen Zinskurve (EUR-Swap) werden Zu- oder Abschläge vorgenommen, der sog. Credit-Spread.
- Im Gegensatz zum Erbbaurecht besteht für diese Anleihen jedoch ein zumindest teilweise liquider Markt, bei der Ableitung der angemessenen Verzinsung ist daher ein Aufschlag für die Illiquidität zu berücksichtigen.



## c) Wertsicherung/ Inflationsindexierung

- Besonderheit von Erbbaurechtsverträgen: vertragliche Wertsicherungsklauseln
- Vielfältige Ausgestaltung der Bezugsgröße, weit verbreitet sind Wertsicherungen auf Basis des Verbraucherpreisindex.
- Auch für diese besondere Ausgestaltung gibt es am Kapitalmarkt vergleichbare Instrumente:

### Inflation Linked Bonds

- Inflationsindexierte Anleihen, bislang ausschließlich von Staaten begeben.
- Je nach Ausprägung wird der Kupon oder der zugrundeliegende Nennwert auf Basis des Verbraucherpreisindex angepasst.
- Aber: Rendite aufgrund der Inflationsbindung zunächst niedriger als bei konventionellen Anleihen, abhängig von der Inflationserwartung.
- Im Falle einer erwarteten Deflation fällt die Verzinsung höher aus als bei konventionellen Anleihen.



## c) Wertsicherung/ Inflationsindexierung

### ▪ Beispiele:

Staat	inflationsgebundene Anleihe		konventionelle Anleihe		Delta Renditen	Inflationserwartung (Break-even-Index)
	Fälligkeit	Rendite	Fälligkeit	Rendite		
Deutschland	15.04.2026	-1,13%	15.08.2026	0,26%	-1,39%	1,29%
Frankreich	01.03.2025	-0,64%	25.05.2025	0,74%	-1,37%	1,37%
Großbritannien	22.03.2026	-1,92%	07.09.2025	1,15%	-3,07%	3,31%
Spanien	30.11.2024	0,19%	30.04.2024	1,17%	-0,98%	1,12%
Italien	15.09.2024	0,76%	01.03.2024	1,73%	-0,96%	1,09%

- Inflationsindexierung ist ein Schutz des Gläubigers, rechtfertigt keine höhere Rendite im Vergleich zu konventionellen Anleihen.
- Je nach Entwicklung der Inflation kann die Rendite im Zeitverlauf jedoch deutlich abweichen.
- Aus dieser Marktindikation lässt sich der Marktkonsens der Inflationserwartung und damit der passende Abschlag ableiten.



## d) Illiquiditätsprämie

- Ein Erbbaurechtsvertrag wird üblicherweise mit Laufzeiten von 80 oder 99 Jahren geschlossen. Eine Veräußerung des mit einem Erbbaurecht belasteten Vertrages ist schwierig und führt zu größeren Wertabschlägen.
- In die Kalkulation ist daher eine Prämie für die Illiquidität der Anlage einzubeziehen.
- Ableitung des Zuschlags über liquide und illiquide Anleihen des gleichen Emittenten:

Emittent	Emittenten- rating	Wertpapier (SSD/ NSV)	Rendite	liquides Vergleichspapier	Rendite	Illiquiditäts- spread in
ESM	AAA	1,086% NSV Lfz. 2056	2,03%	1,85% IHS Lfz. 2055	1,81%	<b>21</b>
Land NRW	AA	1,68% SSD Lfz. 2055	1,81%	2,92% IHS Lfz. 2050	1,54%	<b>27</b>
Land NRW	AA	1,325% SSD Lfz. 2046	1,78%	1% IHS Lfz. 2046	1,63%	<b>14</b>
Land NRW	AA	1,185% SSD Lfz. 2046	1,78%	1,467% IHS Lfz. 2045	1,59%	<b>20</b>
Swedbank	AA-	1,662% Covered Lfz. 2045	2,03%	4,57% IHS Lfz. 2040	1,44%	<b>60</b>
WL-Bank	AA-	1,2% HypNaPf Lfz. 2045	1,68%	1,933% IHS Lfz. 2046	1,28%	<b>40</b>
Münchener Hyp.	AAA	2,59% NaP Lfz. 2043	1,65%	0,886% IHS Lfz. 2043	1,49%	<b>17</b>
Münchener Hyp.	AAA	2,558% NaP Lfz. 2043	1,67%	0,886% IHS Lfz. 2043	1,49%	<b>18</b>
Münchener Hyp.	AAA	2,7% NaP Lfz. 2043	1,67%	0,886% IHS Lfz. 2043	1,49%	<b>18</b>

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen, Stand 31.01.2017

- Für staatliche Emittenten liegt der Illiquiditätsspread zwischen 14 und 27 bp, bei Pfandbriefen und Covered Bonds erhöht sich der Aufschlag auf bis zu 60 bp.
- Auf Basis der hohen Sicherheit, aber auch sehr hohen Illiquidität erscheint ein Aufschlag von 50 bp angemessen.



## e) Verwaltungskosten

- Im Gegensatz zur Portfolioverwaltung für Staatsanleihen oder Pfandbriefen ist das Liegenschaftsmanagement für Erbbaurechte erheblich aufwändiger.
- Portfoliomanagement Anleihen:
  - Volumen je Einzelinvestment i.W. frei wählbar.
  - Als Buy-and-Hold-Investor nur wenige Bewegungen im Bestand (jährliche Zinszahlungen).
  - Neuanlage schnell und liquide umsetzbar.
- Liegenschaftsmanagement:
  - Sehr granulares Portfolio.
  - Hoher personeller Aufwand für Vertragspflege, Rechnungswesen, Inkasso, etc.
  - Neuvergabe teilweise langwierig, im Heimfall ist die Immobilie zu verwerten.
- Verwaltungskosten sind stark abhängig von Größe und Organisation des Erbbaugebers.
  - Pauschalansatz 20 bp, individuell anzupassen.



- 1. Marktentwicklung Renditen und Hypotheken**
- 2. Was ist Marktgerechtigkeit? – Modelldimensionen**
- 3. Sicht des Erbbauebers**
- 4. Kapitalmarktäquivalenz und Modellüberlegungen**
- 5. Herleitung sinnvoller Zuschläge**
- 6. Ergebnis und historische Entwicklung**



a) Risikoloser Zins (Laufzeit 60 Jahre):	1,37%
b) Risikoaufschlag Ausfallrisiko:	0,91%
c) Abschlag Wertsicherung:	-1,29%
d) Zuschlag Illiquidität (pauschal):	0,50%
e) Verwaltungskosten (individuell anzupassen):	0,20%

---

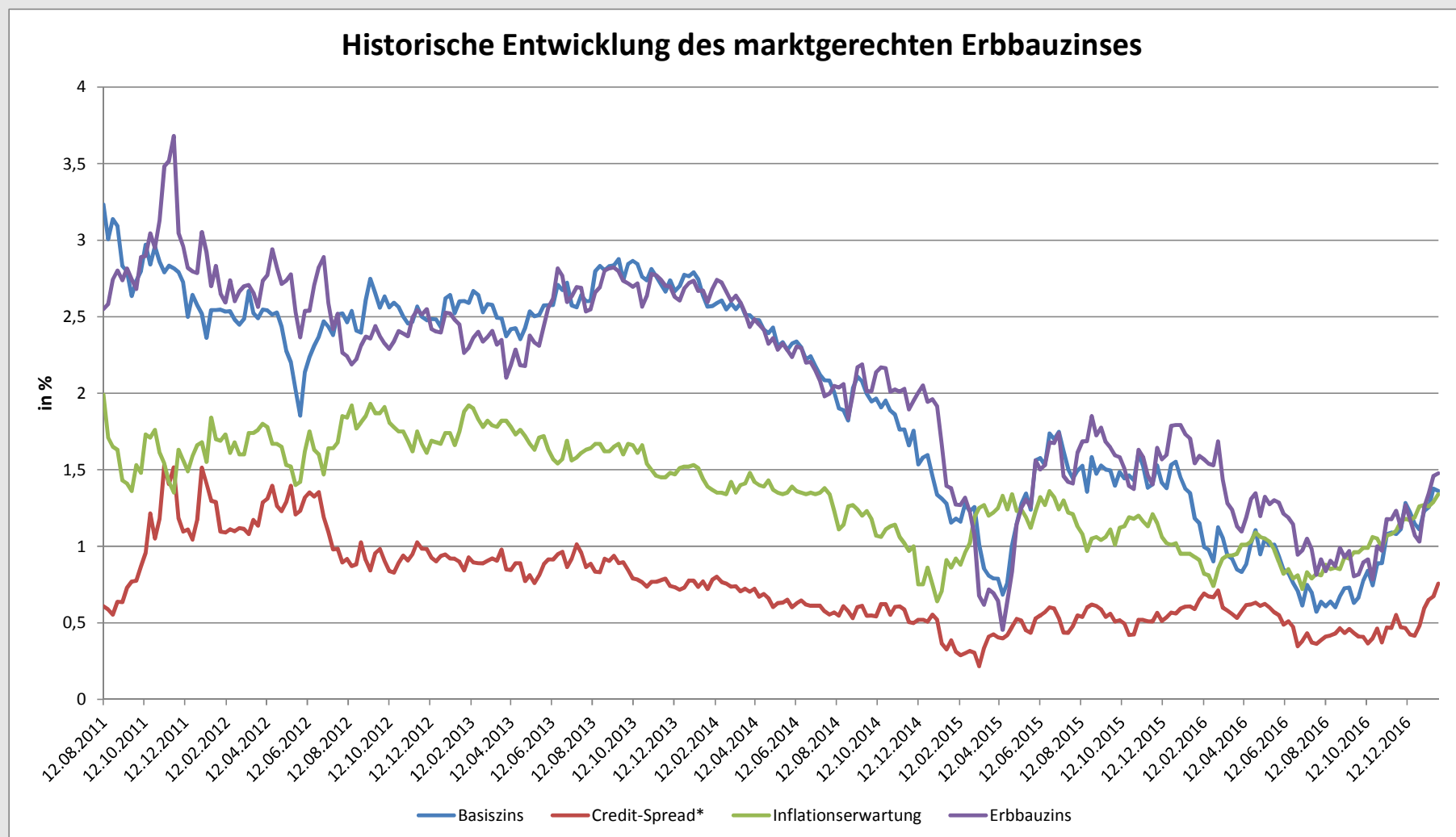
Marktgerechter Erbbauzins:	1,69%
----------------------------	-------

- Aus Kapitalmarktsicht stellt der so ermittelte Erbbauzins zum aktuellen Zeitpunkt die faire Vergütung für das Erbbaurecht dar.
- Dieser Zins sollte in den Vertragsverhandlungen mit dem Erbbaunehmer keinesfalls unterschritten werden und ist als Minimum zu betrachten.



# Historische Entwicklung

- Auf Basis der vorgestellten Überlegungen lässt sich auch eine Historie für marktgerechte Erbbauzinsen ableiten.

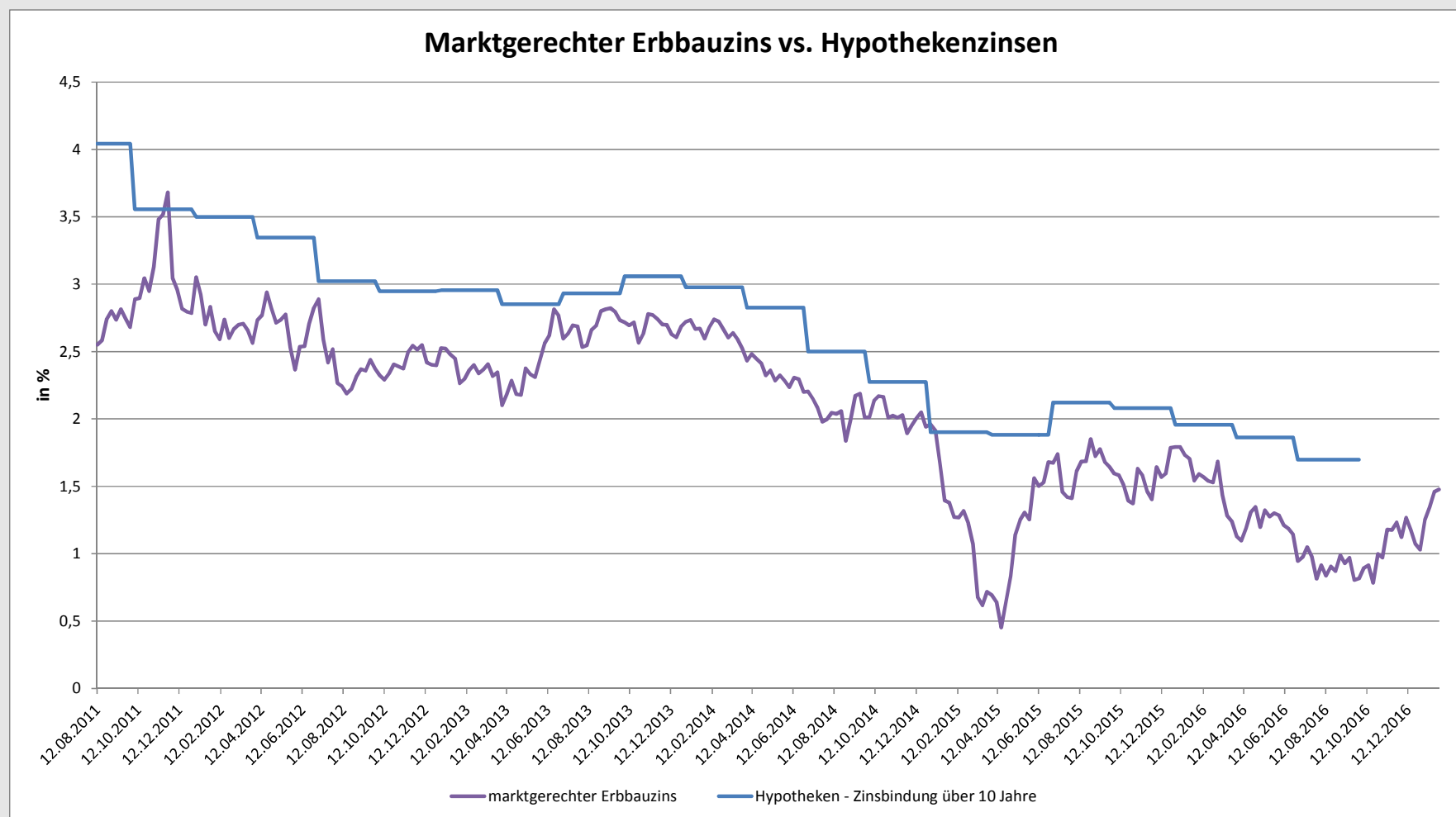


\*Credit-Spread der Frankreich-Anleihe bis 2060, da längere Historie verfügbar.





## Vergleich mit Hypothekenzinsen

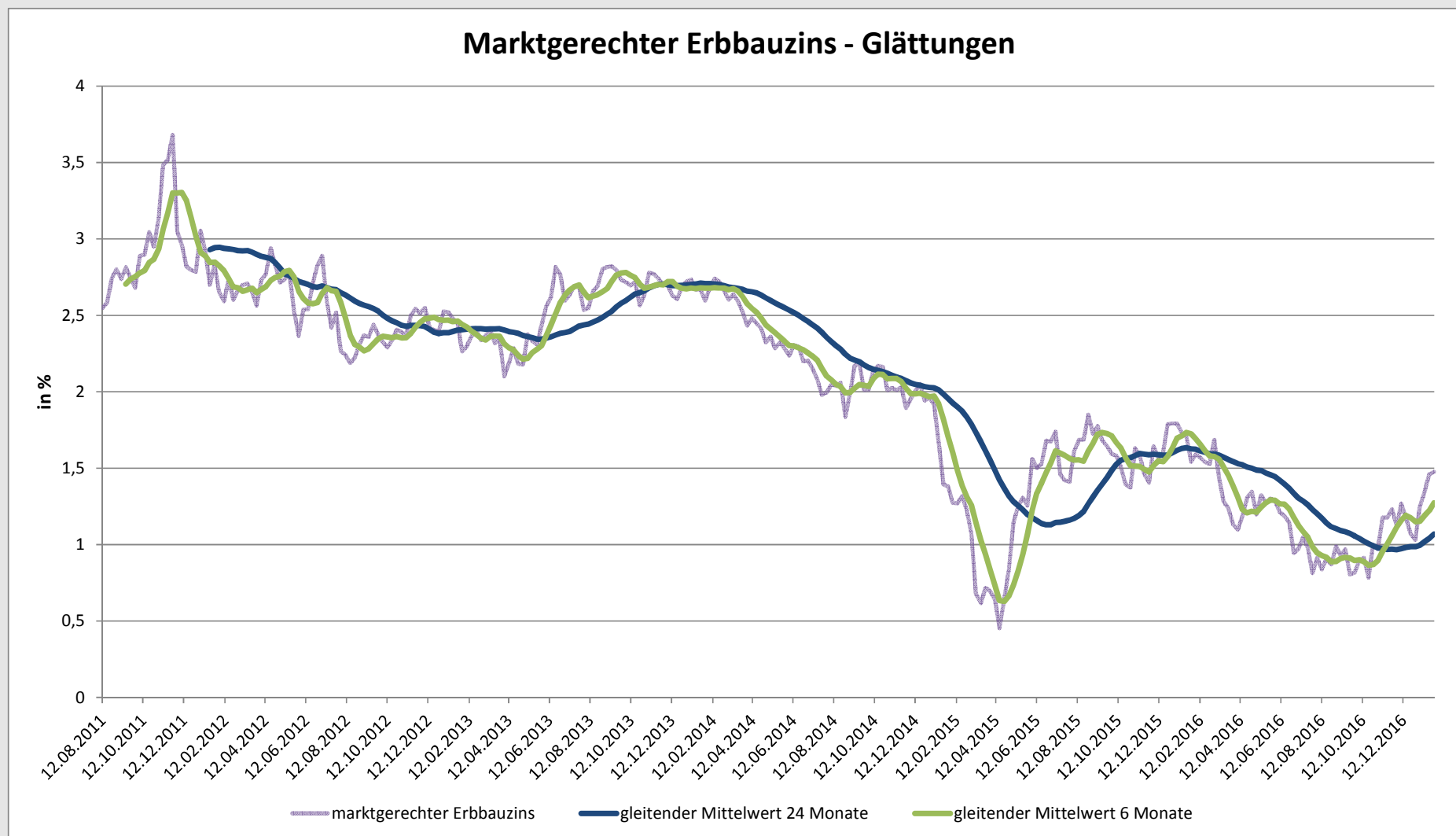


- Sowohl Hypotheken als auch Erbbaurechte sind in der Verzinsung stark von der Kapitalmarktentwicklung abhängig.
- Der Spread zu Hypothekenzinsen kann nachfrageabhängig als potentieller Zusatzertrag vereinnahmt werden.



## Verringerung der Anpassungsdynamik

- Zur Verringerung des Verwaltungsaufwands und Vermeidung von kurzfristigen Spitzen bietet sich die Anwendung eines gleitenden Mittelwertes an.





# BRAUNSCHWEIG ADVISORS

---

RISIKOMANAGEMENT NACH MASS

## Ihre Ansprechpartner

**Sebastian Sänze (Dipl.-Kfm. (FH))**  
Geschäftsführung  
0531 / 202 – 1532  
[Sebastian.Saenze@bs-advisors.de](mailto:Sebastian.Saenze@bs-advisors.de)

**Dr. Stefan Hanekopf (Dipl.-Kfm.)**  
Geschäftsführung  
0531 / 202 – 1485  
[Stefan.Hanekopf@bs-advisors.de](mailto:Stefan.Hanekopf@bs-advisors.de)