

# Strukturelle *Renditeanomalie*

**Manchmal findet sich beständiges Alpha dort, wo man es am wenigsten vermutet.**  
Eine Studie zeigt, dass Marktfriktionen ausgerechnet im untersten Preissegment vermieteter Wohnimmobilien anhaltende Überrenditen verursachen.

**D**er Mangel an bezahlbarem Wohnraum für einkommensschwache Mieter ist eine globale Herausforderung. Unklar ist aber, weshalb sich die Situation nicht verbessert. Liegt es an niedrigen Durchschnittsrenditen, die Vermieter in diesem Segment erzielen? Ist der Markt in diesem Bereich zu riskant? Oder gibt es Friktionen, die den Markteintritt in die unteren Mietpreissegmente erschweren? Mangels Daten zu Renditen und Risiken von Vermietern bei Investitionen in Mietwohnungen waren diese Fragen bislang kaum zu beantworten.

Kosten betrachtet (USA) oder auf Basis sehr detaillierter Schätzungen von Gutachtern sowie verknüpft mit Verwaltungsdaten, um daraus abzuleiten, wie sich erwartete Kosten im Querschnitt der Immobilien unterscheiden (Belgien und die Niederlande). Insgesamt ermöglicht dieses Vorgehen zuverlässige Renditeschätzungen in den einzelnen Segmenten des Marktes.

## Überraschendes Ergebnis

Das Ergebnis der Untersuchungen dürfte viele Anleger überraschen. Demnach erzielen Wohneinheiten im niedrigsten Bereich des Mietmarktes (unterste zehn Prozent) durchweg höhere Renditen als Immobilien im höchsten Mietpreissegment (oberste zehn Prozent). Das Muster besteht über die untersuchten Länder und über verschiedene Zeiträume hinweg und ist sowohl bei Brutto- und Nettomietrenditen als auch bei Kapitalrenditen zu beobachten (*siehe Grafik „Fallende Gesamtrenditen“*).

Für Belgien kombinieren die Autoren mehrere administrative Datenquellen, um auf diese Weise alle relevanten privaten Mietobjekte zu erfassen. Für die Niederlande sind anhand der Daten von Statistics Netherlands, vor allem der Woonbase-Datenbank, die meisten privaten Vermietungen berücksichtigt. Die Daten werden mit Immobilientransaktionen abgeglichen, um die jährlichen Bruttomietrenditen zu berechnen. Diese liegen in Belgien für das erste Dezil der Mietverteilung um 2,1 Prozent höher als für das zehnte Dezil. In den Niederlanden beträgt der Unterschied 2,7 Prozent pro Jahr.

Die Nettomietrendite, bei der Kosten für Instandhaltung, Verwaltung, Grundsteuern sowie Einbußen durch Mieterwechsel und Zahlungsausfälle abgezogen werden, ist in Belgien im ersten Dezil um 0,9 und in den Niederlanden um 1,1 Prozent höher als im zehnten Dezil. Relativ zu den Differenzen bei den Bruttomietrenditen sind diese Werte niedriger, da die Kosten bei Objekten mit niedrigen Mieten höher ausfallen. Allerdings reicht das nicht, um den Unterschied bei den Mietrenditen verschwinden zu lassen. Für die



» **Wohnimmobilien mit dem niedrigsten Mietniveau bieten die höchsten Anlagerenditen.** «

**Stijn Van Nieuwerburgh**, Earle W. Kazis and Benjamin Schore  
Professor of Real Estate and Professor of Finance,  
Graduate School of Business, Columbia University



» **Daten aus drei Ländern zeigen dieses Phänomen über Wohnungsmärkte und Zeiträume hinweg.** «

**Sven Damen**, Assistant Professor in Finance, University of Antwerp

Eine Studie mit Daten aus Belgien, den Niederlanden und den USA gibt nun Antworten („An Alpha in Affordable Housing“). Darin beobachten die drei Forscher Sven Damen (University of Antwerp), Matthijs Korevaar (Erasmus University Rotterdam) und Stijn Van Nieuwerburgh (Columbia University) Mietpreise sowie Immobilienwerte für die gesamte Bevölkerung (Belgien) oder einen beträchtlichen Teil des Mietmarktes (Niederlande und USA). Miet-Cashflows werden dabei entweder nach Bereinigung aller



**Immobilien zählen seit jeher zu den** von Großanlegern favorisierten Anlageklassen. Dabei bietet dieses Segment eine große Bandbreite an Alternativen - von Büro- über Gewerbe- bis zu Wohnimmobilien. Das Letztere höhere Renditen erwarten lassen, wenn man sich in unteren Preissegmenten bewegt, dürfte vielen neu sein.

USA beobachten die Forscher die Nettorenditen von Mehrfamilienhäusern direkt, indem sie aggregierte Daten aus Kreditverträgen analysieren. Die Differenz zwischen erstem und zehnten Dezil liegt hier bei 0,6 Prozent pro Jahr.

Neben den Mietrenditen untersuchen die Autoren die Kapitalrenditen. Diese schätzen sie anhand eines Modells als durchschnittlichen jährlichen Preisanstieg über eine Haltdauer von fünf Jahren. Dabei zeigt sich auch hier eine deutliche Diskrepanz zwischen Immobilien mit niedrigen und Immobilien mit hohen Mieten. Der Unterschied zwischen dem ersten und dem zehnten Dezil beträgt in Belgien 0,8, in den Niederlanden 2,5 und in den USA 3,2 Prozent pro Jahr. Kombiniert man diese Zahlen mit den Differenzen bei den Nettomietrenditen, ergeben sich klare Unterschiede in

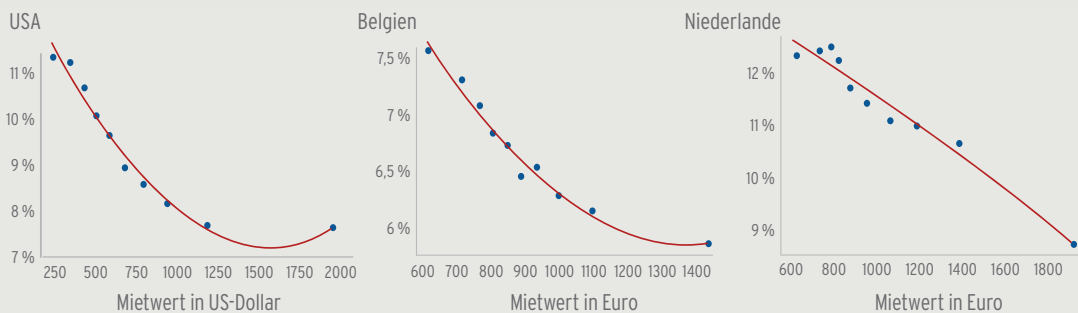
den jährlichen Gesamtrenditen der Mietobjekte. Diese sind in Belgien im ersten Dezil um 1,7, in den Niederlanden um 3,6 und in den USA um 3,9 Prozent höher als im jeweils zehnten Dezil (*siehe Grafik „Klar positive Differenz“*).

Die Forscher versuchten zu erklären, weshalb Investoren mit Immobilien des unteren Marktsegments deutlich höhere Renditen erzielen. Eine klassische Möglichkeit wären höhere Risiken; etwa Vorschriften, die den Mieterschutz erhöhen oder Vermieter dabei einschränken, die Mieten anzuhöhen. Intuitiv wäre gut nachvollziehbar, dass sich dies besonders auf die unteren Segmente des Mietmarktes auswirken und Investitionen risikoreicher machen könnte. Dafür fanden die Autoren indes keine Belege. Auch andere Risiken wie etwa höhere Ausfallraten für Hypotheken sind bei

*Neben den Mietrenditen untersuchen die Autoren auch Kapitalrenditen.*

### Fallende Gesamtrenditen

Negativer Zusammenhang zwischen Mietwertdezil und Gesamtrendite



In den Subgrafiken steht jeder Punkt für ein Dezil der Mietwertverteilung. Links (rechts) ist jeweils das Dezil mit den günstigsten (höchsten) Mietwerten zu sehen. In den drei untersuchten Ländern zeigt sich eine deutlich abwärts gerichtete Beziehung zwischen Mietwerten und Gesamtrenditen.

Quelle: Damen, S. / Korevaar, M. / Van Nieuwerburgh, S. (2025), An Alpha in Affordable Housing?



## » Es scheint Limits to Arbitrage im unteren Segment des Mietmarktes zu geben. «

Matthijs Korevaar, Assistant Professor in Finance,  
Erasmus School of Economics, Erasmus University Rotterdam

Ein entscheidender Punkt dürfte sein, dass **professionelle Marktteilnehmer weitgehend segmentiert agieren.**

Immobilien mit niedrigen Mieten nicht auszumachen. Bei angemessenen Haltedauern von drei bis fünf Jahren zeigt sich lediglich eine geringfügig höhere Volatilität des Cashflow-Wachstums. Zudem sind typische Investoren in Niedrigmieteinheiten meist ausreichend diversifiziert, um das Risiko einzelner Objekte zu streuen.

Die Überrenditen lassen sich also kaum durch höhere Risiken erklären. Es könnte sogar umgekehrt sein. Den Forschern zufolge haben Objekte mit niedrigen Mieten geringere Betas als solche mit hohen Mieten. Das bedeutet, dass Erstere in Rezessionen geringere Rückgänge oder sogar einen leichten Anstieg der Cashflows aufweisen. Investoren in erschwingliche Mietwohnungen können deshalb in schlechten Zeiten profitieren, wenn viele Einkommen von negativen Schocks betroffen sind und einige Mieter aus höheren in niedrigere Schichten des Mietmarktes umziehen. Deshalb kann das unterste Segment einen gewissen Hedge gegen Konjunkturrisiken darstellen.

### Positives Alpha

Doch wie lässt sich die Renditelücke zwischen dem unteren und dem oberen Ende der Mietimmobilien erklären? Die Forscher schlussfolgern, dass es Limits of Arbitrage gibt, die verhindern, dass am unteren Ende mehr Kapital investiert wird. Das wiederum führt dazu, dass ein positives und beständiges Alpha bei erschwinglichem Wohnraum existiert. Zum Beispiel könnten Mieter in der Theorie die von ihnen bewohnten Immobilien kaufen, wenn die Mieten im Niedrigpreissegment übermäßig hoch sind. Doch in der Praxis bleibt dieser Schritt aufgrund finanzieller Zwänge vielen verwehrt. Denn im Durchschnitt handelt es sich am unteren Ende des Mietmarktes um junge, einkommensschwache und weniger wohlhabende Haushalte, denen die Ersparnisse und das Einkommen fehlen, um eine Hypothek aufzunehmen und zu bedienen. Außerdem befinden sich die meisten dieser Mieteinheiten in Mehrfamilienhäusern, die von Haushalten nicht ohne Weiteres gekauft werden können. Ein weiterer entscheidender Punkt dürfte sein, dass professionelle Marktteilnehmer weitgehend segmentiert agieren. So drängen zum Beispiel kaum große, diversifizierte institutionelle Vermieter, die Zugang zu Fremdkapital haben, auf diesen Markt. Vielmehr konzentrieren sie sich paradoxerweise auf Hochmietsegmente, wo die Nettorenditen und Erträge am niedrigsten sind. Die Autoren vermuten aber, dass diese Marktteilnehmer im unteren Segment ein Reputationsrisiko eingehen würden. Die Manager und Kapitalgeber dieser

Institutionen sind häufig Pensionsfonds oder öffentliche Kapitalgeber, die auf ihre soziale Verantwortung bedacht sind. Zudem könnte es sein, dass bei der Verwaltung von Wohnungen für einkommensschwache Haushalte durch diese Investorengruppe kaum Skaleneffekte zum Tragen kommen.

Doch was ist mit Investoren, die bereits im Niedrigmietsegment tätig sind? Die meisten dieser Firmen verfügen über mittelgroße Portfolios mit starker lokaler Ausrichtung. Hier dürften es finanzielle Faktoren sein, die es erschweren, das Angebot zu erweitern. Ihnen fehlt der Zugang zu ausreichend Kapital. Sie müssen den Eigenkapitalanteil der nächsten Einheit aus den einbehaltenen Gewinnen des bestehenden Portfolios finanzieren. Diese Beschränkungen hindern sie daran, ihr Portfolio schneller zu erweitern. Der regionale Fokus führt auch dazu, dass ähnliche Unternehmen aus anderen Landesteilen kaum in weitere Regionen expandieren.

Es bleibt also nur eine Frage: Welche Maßnahmen können dazu beitragen, die Limits of Arbitrage am unteren Ende des Wohnimmobilienmarktes zu verringern? Den Forschern zufolge sollte man sich darauf konzentrieren, den Fluss von institutionellem Kapital zu fördern. Kampagnen, die genaue Informationen darüber bereitstellen, welche Stadtteile oder Einzelimmobilien die höchsten Renditen aufweisen, könnten lokale Verzerrungen verringern und auch mittlere und kleine Anleger anziehen. Zudem dürfte es helfen, wenn man Mietern im Niedrigpreissegment erleichtert, ihre eigene Wohnung zu kaufen, etwa über ein Vorkaufrecht. Natürlich würde auch ein höheres Angebot von Wohnungen am Markt die Renditen senken. Ein Problem sind allerdings die hohen Kosten beim Neubau von erschwinglichem Wohnraum. Alternativ könnte aber auch zusätzliches Angebot in Marktsegmenten mit höheren Mieten helfen. Über Umzugseffekte kann das mit der Zeit auf die unteren Preissegmente durchschlagen.

DR. MARKO GRÄNITZ

