



ImmobilienResearch



Juli 2024

Schriftenreihe

ImmobilienResearch Vornholz GmbH

Bd. 3

Herausforderungen für Banken bei der
Immobilienfinanzierung

von

Günter Vornholz



Herausforderungen für Banken bei der Immobilienfinanzierung

1	Einleitung	3
2	Immobilien-Investmentmarkt	3
2.1	Immobilienteilmärkte	3
2.2	Investmentmarkt	4
3	Finanzmarkt	5
4	Banken als Finanzintermediäre	6
5	Entwicklung des Immobilien-Investmentmarktes	8
5.1	Ursachen der Entwicklung	8
5.2	Entwicklungen in Deutschland	9
5.2.1	Transaktionsvolumen	9
5.2.2	Preis- und Renditeentwicklung	11
6	Investoren am Immobilien-Investmentmarkt	13
6.1	Marktteilnehmer	14
6.1.1	Private Investoren	14
6.1.2	Institutionelle Investoren	14
Bauträger/Projektentwickler		15
Immobilienfonds		15
Immobilienaktiengesellschaften und Real Estate Investment Trust (REITs)		16
Sonstige institutionelle Investoren		17
6.2	Ziele und Strategien der Marktteilnehmer	17
6.2.1	Ziele der Investoren	18
6.2.2	Strategien der Investoren	18
7	Zu finanzierende Objekte	20
7.1	Büroimmobilien	20
7.2	Einzelhandelsimmobilien	21
7.3	Wohnimmobilien	22
8	Werttreiber und Megatrends	23
8.1	Werttreiber eines nachhaltig erfolgreichen Immobilieninvestments	23
8.1.1	Rahmenbedingungen für die Wertentwicklung	23
8.1.2	Werttreiber im Investmentbereich	23
8.1.3	Nachhaltigkeit	31
9	Fazit	32
	Literatur	32
	Autor	34
	Impressum	34
	Disclaimer	34

1 Einleitung

Banken¹ sind für die Finanzierung von Immobilientransaktionen zuständig. Auf den Finanzmärkten entscheiden die Marktteilnehmer darüber, in welche Assets sie ihre finanziellen Mittel angelegen, während auf den Immobilien-Investmentmärkten die Immobilien gehandelt werden. Banken als Finanzintermediäre vermitteln zwischen dem Angebot und der Nachfrage und finanzieren den Kauf von Immobilien bzw. die Investments in Immobilien.

Da Immobilienkredite einen Großteil der gesamten Kreditvergabe ausmachen und oftmals eine tragende Säule des Geschäftsmodells der Banken darstellen, kommt dem Immobilien-Investmentmarkt eine entscheidende Bedeutung zu. Bei einer Finanzierung von Immobilien ist von den Banken u. a. folgendes zu beachten: erstens die Funktionsweise und die allgemeinen Markttrends². Zweitens sind es die zu finanzierenden Kreditnehmer und Objekte³, die jeweils spezifische Besonderheiten aufweisen. Drittens sollten Banken die langfristigen Rahmenbedingungen in Form von Werttreibern und Megatrends kennen, die die Immobilien-Investmentmärkte nachhaltig beeinflussen.

Sowohl die Geschäfts- als auch die Risikopotenziale für die Banken ergeben sich hierdurch. Fehleinschätzungen, die bei der Finanzierung von Immobilien gemacht werden, können häufig nicht mehr oder nur mit großem finanziellem Aufwand korrigiert werden. In diesem Beitrag soll insbesondere darauf eingegangen werden, welche Chancen und Risiken sich unter den jeweiligen Bedingungen für Banken ergeben.

2 Immobilien-Investmentmarkt

2.1 Immobilienteilmärkte

Der Immobilien-Investmentmarkt ist der Markt, auf dem Immobilien gehandelt bzw. finanzielle Mittel in Immobilien angelegt werden. Anbieter und Nachfrager verkaufen und kaufen Immobilien und entsprechend ergeben sich der Kaufpreis bzw. die Rendite eines Immobilieninvestments.

¹ Der Begriff „Banken“ wird hier synonym für eine Bank oder Sparkasse oder ein Geldinstitut oder ein Kreditinstitut verwendet. Sie sind Unternehmen, welche gemäß §1 Kreditwesengesetz (KWG) gewerbsmäßig Bankgeschäfte betreiben, die einen in „kaufmännischer Weise geführten Geschäftsbetrieb erfordern“.

² Vgl. Vornholz, G. 2022, Banken und die Herausforderungen des Immobilien-Investmentmarktes, in: ForderungsPraktiker, Ausgabe 01-02/2023

³ Vgl. Vornholz, G. 2023, Immobilieninvestoren und -objekte – Beurteilung aus Sicht der Banken, in: ForderungsPraktiker, 223

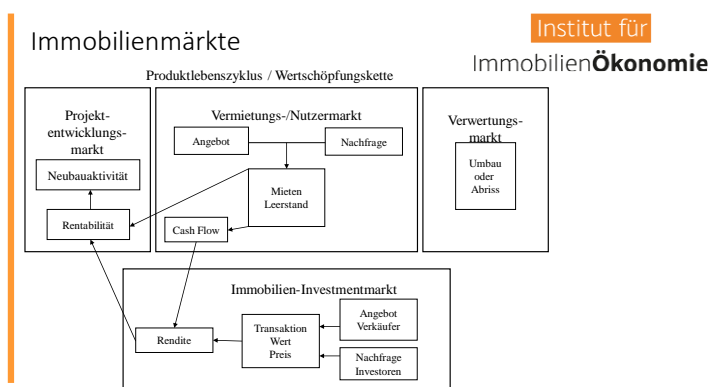


Abb. 2.1: Immobilienmärkte; eigene Darstellung.

Die weiteren Teilmärkte können nach den Lebenszyklus-Phasen einer Immobilie unterschieden werden. Zunächst gibt es die Projektentwicklungsphase, die von der Projektidee über die Planung einschließlich der Finanzierung bis zu der Bauausführung und Fertigstellung reicht, und in der Developer und Bauunternehmen tätig sind sowie Banken oftmals die Zwischenfinanzierung übernehmen. Der Vermietungs- bzw. Nutzermarkt umfasst die Immobilien, die zur Vermietung angeboten werden. Durch Angebot und Nachfrage nach den Immobilien ergibt sich die Entwicklung bei den Mieten und den Leerständen. In der abschließenden Verwertungsphase kann die Immobilie z. B. nicht mehr der Nachfrage der Nutzer entsprechen. Die Immobilien wird abgerissen oder umgebaut bzw. revitalisiert (Refurbishment).

2.2 Investmentmarkt

Beim Immobilien-Investmentmarkt werden alle Investitionen (bzw. Käufe/Investments) in Immobilien oder Immobiliengesellschaften zum Zwecke der Kapitalanlage oder der Eigennutzung erfasst. Auf dem Investmentmarkt für Immobilien treffen sich die Eigentümer, die eine Immobilie verkaufen wollen und die Nachfrager bzw. Investoren. Nach der Definition der Gesellschaft für immobilienwirtschaftliche Forschung (gif) muss eine Immobilientransaktion vier verschiedene Bedingungen erfüllen: Eigentümerwechsel, notariell beurkundeter Kaufvertrag, Geldfluss zwischen Käufer und Verkäufer sowie den Immobilienerwerb als Zweck der Transaktion.

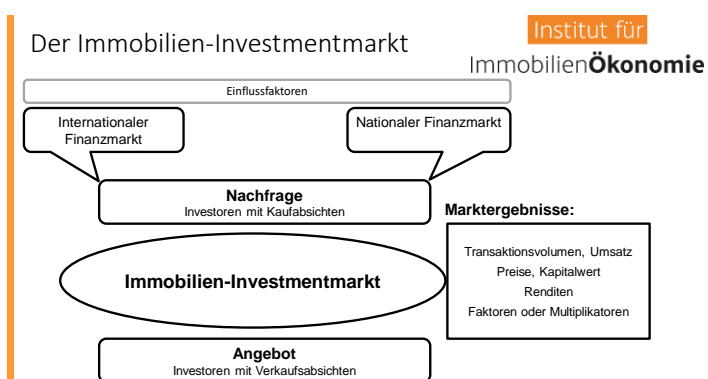


Abb. 2.2: Immobilien-Investmentmarkt; eigene Darstellung.

Der Immobilien-Investmentmarkt war mit seinen Transaktionen von jeher von großer Bedeutung für die gesamte Immobilienbranche und für die finanzierenden Banken. Investoren mit Verkaufsabsichten bieten auf dem Investmentmarkt Immobilien zum Verkauf an, die aber nur ein kleiner Teil des gesamten Immobilienbestandes sind. Die Nachfrager sind Investoren mit Kaufabsichten, die die angebotenen Immobilien unter bestimmten Bedingungen kaufen wollen. Ein Investor ist vor allem an den potenziellen Erträgen aus dem Investment und/oder an einer möglichen Wertsteigerung interessiert, aber es sind auch weitere Ziele denkbar. Der nationale und der internationale Finanzmarkt stellen wesentliche Einflussfaktoren für den Investmentmarkt dar. Bei einem Anteil von ungefähr der Hälfte des Transaktionsvolumens bestimmen ausländische Investoren mit ihren Zielen und ihrem Verhalten wegweisend die Entwicklung. Sie treten dabei sowohl als Anbieter als auch als Nachfrager auf.

Der Immobilien-Investmentmarkt weist eine hohe Vielfalt auf, sodass sich viele Teilmärkte ergeben, für die jeweils unterschiedliche Bedingungen gelten. Immobilientransaktionen lassen sich erstens in Einzelobjekt- oder Portfoliotransaktionen unterscheiden. Während es sich bei einem Einzelobjekt um eine Immobilie handelt, geht es bei einer Portfoliotransaktion um den Verkauf von mindestens zwei räumlich getrennten Immobilien. Weiterhin wird zweitens zwischen direkten und indirekten Investitionen (Asset vs. Share Deal) unterschieden. Beim Asset Deal erwirbt ein Anleger eine abgrenzbare Immobilie direkt, was einen Grundstückserwerb einschließt. Bei der indirekten Investition (Share deal) handelt es sich um den Erwerb eines Anteils (von bis zu 100 v. H.) an einer Objekt- oder einer Immobiliengesellschaft (Gesellschaftserwerb).

Drittens kann zwischen den verschiedenen Akteuren sowie deren Ziele unterschieden werden. Der institutionelle Immobilien-Investmentmarkt umfasst alle Transaktionen mit Immobilien (Käufe und Verkäufe) von gewerblichen bzw. professionellen Akteuren. Transaktionen bzw. Investments erfolgen in gewerbliche Immobilien und auch in Wohnimmobilienportfolios. Immobilien können dabei Bestandsobjekte oder Projektentwicklungen (Kauf von zu errichtenden oder sich im Bau befindlichen Gebäuden) oder Entwicklungsgrundstücke (unbebaute Grundstücke, die für eine gewerbliche Bebauung vorgesehen sind) sein. Der private Immobilien-Investmentmarkt hingegen wird bestimmt von Privatleuten, die vor allem Wohnungen und Häuser kaufen. Private Käufer erwerben Immobilien zur Eigennutzung oder Kapitalanlage.

3 Finanzmarkt

Der Finanzmarkt oder Finanzsektor umfasst sämtliche Märkte, auf denen Finanzinstrumente wie Geld, Kapital oder Kredite gehandelt werden. Es ist die Gesamtheit aller Märkte, auf denen sich der Anlagebedarf (Angebot) und der Finanzierungsbedarf (Nachfrage) nach finanziellen Mitteln treffen. Der Finanzmarkt hat eine außerordentliche Bedeutung für die Entwicklung der Immobilienwirtschaft. Die Finanzmärkte stehen in vielfältigen, teilweise wechselseitigen Beziehungen und Abhängigkeiten zu den Immobilienmärkten. Nicht zuletzt die Wirtschafts- und

Finanzkrise hat gezeigt, wie abhängig die Real- bzw. Immobilienwirtschaft vom Funktionieren des Finanzmarktes ist.

Vom Finanzsektor kommt das notwendige Kapital (Liquidität) in Form von Eigen- oder Fremdkapital für die Finanzierung von Immobilieninvestments. Es wird hier über eine optimale Kapitalanlage entschieden. Dabei stehen die Immobilien in Konkurrenz zu anderen Assets, sodass den Investoren verschiedene Anlagealternativen zur Verfügung stehen. Zum einen kann zwischen direkten und indirekten Investments unterschieden werden. Zum anderen kann zwischen Investments in Eigen- oder Fremdkapital differenziert werden, wobei das Kapital entweder öffentlich (Börsen) oder privat gehandelt wird. Insbesondere in Deutschland tragen die Banken oftmals einen großen Anteil an der Finanzierung der Immobilieninvestments.

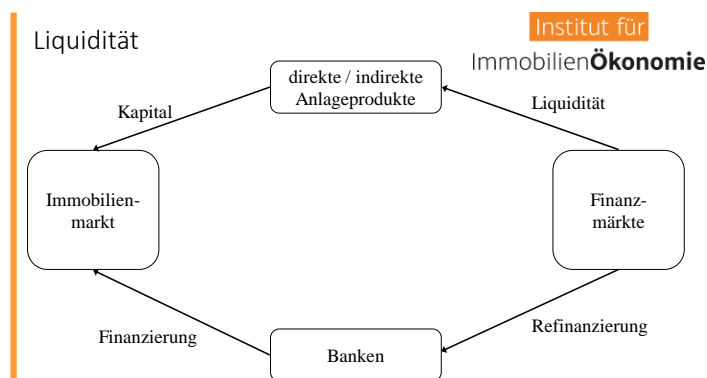


Abb. 3.1: Zusammenhang Finanz- und Immobilienmärkte; eigene Darstellung.

Ein stabiles Finanzsystem ist die Grundlage für das Wachstum der Volks- und Immobilienwirtschaft. Die volkswirtschaftliche Funktion der Finanzmärkte für die Immobilienmärkte besteht darin, dass die Akteure des Immobilienmarktes einen effizienten Zugang zu den Finanzmitteln haben, um ihnen die Finanzierung ihrer Immobilienvorhaben (Kauf oder Projektentwicklungen) zu ermöglichen. Die Finanzmärkte sollen die finanziellen Mittel bereitstellen und für eine effiziente Allokation zwischen Kapitalangebot und -nachfrage sorgen. Mit dem Kapital werden Investitionen in der Volkswirtschaft und die Investments im Immobiliensektor finanziert. Da Immobilien als Assetklasse sehr kapitalintensiv sind, ist der Immobilien-Investmentmarkt in besonderer Weise von der Entwicklung des Finanzmarktes abhängig.

4 Banken als Finanzintermediäre

Geld und Immobilie stellen aus vermögensökonomischer Sicht eigentlich Gegensätze dar: Geld ist in seiner Grundform liquide und mobil, eine Immobilie dagegen illiquide und immobil. Ein langfristiger Immobilienkredit kann diesen Gegensatz auflösen: Er bindet das Geld und macht es über die Immobilie ein Stück weit immobil.

Den Banken haben bei der Finanzierung der Immobilientransaktionen eine entscheidende Bedeutung. Eine Immobilienfinanzierung stellt eine streng verwendungszweckorientierte

Finanzierung einer Immobilie dar. Sie ist ein wesentlicher Bestandteil für den Erwerb einer Immobilie wie dieser auf dem Immobilien-Investmentmarkt geschieht.

Banken nehmen eine wichtige Vermittlerposition im Geldkreislauf ein. Beim Kreditgeschäft mit Immobilien wird deutlich, welche wichtige Aufgaben Banken haben. Sie sind für die „Risikotransformation“ verantwortlich, wobei dieses beschrieben wird als der Ausgleich von unterschiedlichen Risikobereitschaften der Marktteilnehmer. Banken vergeben Kredite, die mit Risiken verbunden sind. Andererseits ermöglichen sie es den Anlegern, ihre Ersparnisse eher risikofrei anzulegen. In ähnlicher Weise verändern Banken die Liquidität des angelegten Geldes: Sparer können ihre Einlagen jederzeit abheben, während die Banken ihren Kreditkunden das Geld mittel- oder langfristig zur Verfügung stellen – das wird als „Fristentransformation“ bezeichnet. Außerdem gehört die „Losgrößentransformation“ zu ihren Leistungen: Banken bündeln viele kleine Einlagen zu großen Darlehen, zum Beispiel zu Immobilienkrediten.

Im Bankwesen wird aufgrund der sehr unterschiedlichen Systematik zwischen privater Immobilienfinanzierung und gewerblicher Immobilienfinanzierung unterschieden. Für die Finanzierung der einzelnen Immobilienarten haben sich aufgrund des Risikoprofils unterschiedliche Finanzierungsmärkte entwickelt.

Als private Immobilienfinanzierung wird die Finanzierung einer überwiegend vom Eigentümer für Wohnzwecke genutzten Immobilie (Ein- und Zweifamilienhaus, Eigentumswohnung) bezeichnet. Aufgrund unterschiedlicher Risikoprofile wird zwischen Eigennutzerfinanzierung – der Finanzierende ist der Nutzer der Immobilie – und Kapitalanlegerfinanzierung – Finanzierender ist hier der Vermieter der Immobilie – unterschieden.

Die gewerbliche Immobilienfinanzierung umfasst die Finanzierung von gewerblich genutzten Immobilien oder wohnwirtschaftlich genutzten Immobilienportfolios. Aufgrund der unterschiedlichen Risikostruktur wird unterschieden zwischen Wohnimmobilien bzw. -portfolios und gewerblich genutzten Immobilien. Die Finanzierung von Gewerbeimmobilien ist deutlich komplexer als die private Immobilienfinanzierung. Die Bewertung der langfristigen Vermietbarkeit der Immobilie, der aktuellen Mieter sowie der Mietverträge erfordert spezielles Knowhow. Insofern haben sich für die Finanzierung von derartigen Immobilien spezielle Anbieter im Bankwesen herausgebildet.

Übermäßige Risiken für Banken bei Immobilienkrediten können vor allem bei einer Kombination von Preisübertreibungen (Preisblase), exzessiver Kreditvergabe sowie einer übermäßigen Lockerung von Kreditvergabestandards entstehen. Selbst die Verwertung von Sicherheiten wird im Krisenfall nicht einfach sein, denn dann lassen sich nur eingeschränkt Käufer für Objekte finden. Ein steigender Angebotsüberhang mit weiter sinkenden Preisen wäre die Folge. Sinkende Immobilienpreise und damit reduzierte Sicherheitenwerte können in Kombination mit Kreditausfällen das Eigenkapital der Banken verringern. Die gesetzlichen und bankaufsichtlichen Anforderungen an die Kreditvergabe sollen daher zu einer eher konservativen Kreditvergabepaxis der Banken führen.

5 Entwicklung des Immobilien-Investmentmarktes

5.1 Ursachen der Entwicklung

Die Entwicklung der Immobilien-Investmentmärkte wurde insbesondere durch verschiedene Faktoren geprägt. Diese Ursachen führten zusammen zu den jeweiligen konjunkturellen Entwicklungen auf den Märkten.

Die grundlegende Voraussetzung für die Tendenzen in diesem Jahrtausend war die globale Liquiditäts- und Vermögensentwicklung. Einen bestimmenden Einfluss hatte dabei die Geldpolitik der Zentralbanken. Die Geldpolitik umfasst sowohl zinspolitische als auch liquiditätspolitische Maßnahmen. Diese neue Geldpolitik der Notenbanken war geprägt von einer Niedrigzinspolitik und massiver Liquiditätserhöhung durch Anleihekaufprogramme (Quantitative Easing). Diese wirken sich nicht nur auf die konjunkturelle Entwicklung und damit auf ihr eigentliches Ziel aus, sondern auch auf die Immobilienwirtschaft.

In diesem Jahrhundert wurde die Geldpolitik als Reaktion auf (globale) Rezessionen eingesetzt. Zur Krisenbekämpfung hatten die Zentralbanken weltweit sowohl nach der Dotcom-Krise als auch nach der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/09 eine sehr expansive Geldpolitik verfolgt. Die Europäische Zentralbank legte seit Beginn der Schuldenkrise im Euroraum eine Reihe verschiedener Ankaufprogramme auf. Im Januar 2015 begann ein Programm zum Ankauf von Staatsanleihen und Anleihen von Institutionen mit öffentlichem Förderauftrag. Damit folgte die EZB dem Beispiel von Notenbanken wie der Bank of England oder der US-amerikanischen Federal Reserve.

Durch die hohe Liquidität verbunden mit niedrigen Zinsen kam es zu starken Kapitalzuflüssen auf den Anlagemärkten („Liquidity Hurricane“) und einem entsprechenden Boom. Diese neuen Rahmenbedingungen haben die Investoren auch veranlasst, nach anderen, neuen Anlagemöglichkeiten zu suchen. Aufgrund des niedrigen Zinsniveaus bei den Staatsanleihen und der langfristig relativ geringen Performanceaussichten auf anderen Finanzmärkten gerieten Immobilien in ihr Blickfeld. Immobilien wiesen im Vergleich zu anderen Investments vergleichsweise hohe Renditen sowie positive Spreads zu den Anlagealternativen auf.

Weiterhin kann ein globaler, teilweise sehr rascher Anstieg der Vermögen verzeichnet werden. Dieser stetige Zustrom von Vermögen ist ständig auf der Suche nach neuen Anlagemöglichkeiten, wobei Immobilien eine – wie dargestellt – interessante Alternative darstellen.

Die Etablierung der Assetklasse „Immobilie“ am Kapitalmarkt war ebenfalls für den Investmentboom seit der Finanzkrise verantwortlich. Die Immobilie wurde von den Investoren als eine Anlageform neben den klassischen Investmentformen wie beispielsweise Aktien oder Wertpapiere entdeckt. Vor allem internationale, opportunistisch ausgerichtete Investoren sahen in Immobilieninvestments eine lukrative Anlage und versprachen sich neben einem stabilen Cashflow vor allem hohe, kurzfristige Wertsteigerungen. Ihre Strategie ist das aktive Management des Immobilienbestandes, was vielfach auch den schnellen Verkauf einschloss. Im vergangenen Jahrhundert waren die Investoren in Deutschland vorwiegend Bestandhalter, welche die Immobilien als langfristige Kapitalanlage ansahen. Diese Investoren kamen zumeist aus der Immobilienbranche und waren durch diese geprägt. Wertbestimmend für eine Immobilie und ihr Entwicklungspotenzial

waren maßgeblich der Vermietungsmarkt und dessen Perspektiven. Entsprechend entwickelten sich Kaufpreise und Mieten im Gleichschritt, sodass jahrelang Renditen und Faktoren annähernd konstant waren.

Eine weitere Ursache stellte die zunehmende Verzahnung von Immobilien- und Kapitalmärkten dar, die für weitere Dynamik auf den Investmentmärkten sorgte. In der Vergangenheit nutzte die Immobilienbranche den Finanzsektor vorwiegend zur Beschaffung von langfristigem Fremdkapital für Objektfinanzierungen. Durch die Liberalisierung des Finanzsektors wurden neue Finanzprodukte geschaffen, die für die Finanzierung u. a. von Immobilien und für die Refinanzierung der Banken verwendet werden. So gibt es heute auf dem Finanzsektor ein deutlich höheres Angebot an indirekten Immobilienanlagemöglichkeiten. Diese neuen Produkte wie Verbriefungen oder REITs oder Finanzinnovationen wie Derivate wurden auch auf dem Immobilien-Investmentmarkt eingeführt.

Insgesamt hat die Entwicklung der letzten Jahre dazu geführt, dass die Immobilien-Investmentmärkte weitaus stärker durch die Entwicklungen der Finanzmärkte bestimmt werden. In gleicher Weise, wie die Kapitalmärkte an Bedeutung gewonnen haben, ist der Einfluss der Vermietungsmärkte auf die Marktentwicklung der Investmentmärkte zurückgegangen. Die Immobilienpreisentwicklung wird heute in wesentlichen Bereichen durch die Bedingungen der Finanzmärkte, dessen Entwicklung und Anforderungen bestimmt.

5.2 Entwicklungen in Deutschland

5.2.1 Transaktionsvolumen

Auf dem Investmentmarkt wird neben der Anzahl der Transaktionen das Geldvolumen erfasst, das in einem bestimmten Zeitraum und in einem bestimmten Markt in Immobilien (gewerbliche oder Wohnimmobilien) geflossen ist (sei es zum Zwecke der Kapitalanlage oder der Eigennutzung). Dieses Geldvolumen wird auch als Transaktionsvolumen bezeichnet. Es bildet die Käufe und Verkäufe von Immobilien ab und ist unabhängig vom Immobilienbestand. Höhere Volumina zeigen c. p. ein höheres Interesse an einem Markt, sie implizieren mehr Entwicklungsaktivitäten und/oder steigende Immobilienpreise.

In der folgenden Abbildung sind die jährlichen Transaktionen auf dem gewerblichen Immobilien-Investmentmarkt in Deutschland dargestellt. Es ist eine hohe Volatilität sowohl bei den Transaktionen als auch bei den Engagements der einzelnen Investorengruppen festzustellen.

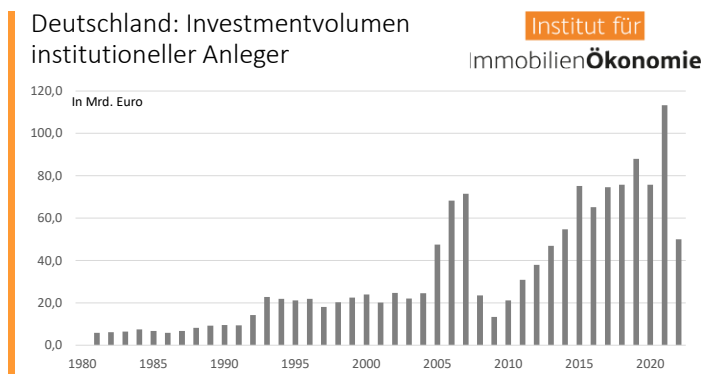


Abb. 5.1: Transaktionsvolumen auf dem Immobilien-Investmentmarkt; Quelle: bulwiengesa AG und RCA (ab 2007); abgerufen am 21.22.2023; eigene Darstellung.

Der Immobilien-Investmentmarkt in den 1990er-Jahren war verhältnismäßig stabil mit einem Investmentvolumen zwischen 20 bis 25 Mrd. Euro. Der Dotcom-Boom zu Ende des Jahrtausends wirkte sich zwar auf den Vermietungsmarkt aus, aber nur wenig auf die Anlageaktivitäten der Investoren.

Die ausländischen Anleger waren im vergangenen Jahrhundert fast nicht vertreten und hatten nur einen geringen Anteil an den gesamten Investments. Erst 2004 stiegen sie merkbar in den deutschen Markt ein und verfünffachten ihren Anteil innerhalb kürzester Zeit. Auf der Suche nach „Opportunities“ kauften sie große Wohnpakete mit der Erwartung, dass sie die Bestände privatisieren und die Mieten steigern könnten. Ebenso wurden sie aktiv beim Kauf von Gewerbeimmobilien und -portfolios.

Mit den internationalen Investoren etablierte ein neues Verständnis von Immobilie im Markt. Die Branche lernte, das Asset „Immobilie“ kapitalmarktorientiert zu managen, statt es nur zu verwalten. Damit entwickelte sich das Bewusstsein für das Potenzial der Assetklasse in Deutschland im internationalen Vergleich relativ spät. Ursprünglich dominierten auf Sicherheit bedachte Anleger wie Bestandshalter.

Ab Anfang des Jahrhunderts stand der Investmentmarkt unter dem Einfluss der Internationalisierung. Zwar wuchsen auch die Aktivitäten der deutschen Anleger in diesem Zyklus, aber für den starken Anstieg bis zum Höhepunkt des Jahres 2007 waren vor allem die ausländischen Investoren verantwortlich. Während das Transaktionsvolumen deutscher Anleger in inländischen Immobilien nur bedingt anstieg, verfünffachten die ausländischen Investoren ihr Volumen innerhalb von 3 Jahren.

Der Beginn mit Deals von Immobilienportfolios wird üblicherweise terminiert auf das Jahr 2000, in dem der Bund gut 110.000 Eisenbahnerwohnungen verkauft hat, u. a. an die Deutsche Annington (heute: Vonovia). Weitere herausragende Transaktionen waren der Verkauf der Wohnungsgesellschaft Gagfah durch die Bundesversicherungsanstalt für Angestellte ebenso wie der Verkauf der Wohnungsgesellschaft der Stadt Dresden jeweils an den amerikanischen Investor Fortress.

Vor allem der Markteinstieg ausländischer Investoren führte 2006 und 2007 zu einem Investitionsboom in Deutschland, der alle historischen Vergleiche übertraf. Auch wenn es bereits ab der Jahresmitte – dem Zenit des Investmentzyklus – zu einem Rückgang der Aktivitäten kam, wurde 2007 das bislang höchste jemals in Deutschland getätigten gewerblichen Immobilien-Transaktionsvolumen erreicht.

Der Crash des Immobilien-Investmentmarktes 2008/09 wurde durch die internationale Finanz- und Wirtschaftskrise 2008 eingeleitet, durch die sich auch die Rahmenbedingungen des Immobilien-Investmentmarktes sowie Finanzierungskosten und -bedingungen geändert haben. Die opportunistischen, leverage-gesteuerten Anleger (hohe Fremdkapitalfinanzierung, um die Rentabilität des Eigenkapitals zu steigern) zogen sich daraufhin zurück und sicherheitsorientierte Anleger dominierten. Auf der Käuferseite gab es nun wieder vorwiegend Anleger mit einem vergleichsweise hohen Eigenkapitaleinsatz. Als Resultat der veränderten Rahmenbedingungen schrumpfte das Transaktionsvolumen von 85 Mrd. Euro (2007) bis auf rund 18 Mrd. Euro (2009).

In der Finanzkrise brach auch die Finanzierung von Immobilien zusammen, da die immobilienfinanzierenden Banken fast keine Möglichkeit der Refinanzierung hatten und sich gegenseitig nicht vertrauten. Immobilieninvestoren hatten daher Schwierigkeiten, Kredite oder andere Finanzmittel zu erhalten. Diese Finanzprobleme beschleunigten den Einbruch bei den Transaktionen.

Der darauf folgende Aufschwung ist auf die sehr expansiven geldpolitischen Maßnahmen der weltweiten Zentralbanken zurückzuführen. Sinkende und niedrige Zinsen waren das Ergebnis einer sehr expansiven Geldpolitik seit der Schuldenkrise 2008 und dann durch die Anleihekaufprogramme. Dieser Boom hielt bis zum Ausbruch der Corona-Krise an. Ein starker Abschwung mit einem drastischen Umsatzeinbruch begann aber erst mit dem Zinsanstieg im Jahr 2022. Für zinssensitive Anleger waren damit andere Assets wieder interessant geworden und gleichzeitig verteuerte sich die Finanzierung, sodass Deals unter den neuen Bedingungen nicht mehr rentabel waren.

5.2.2 Preis- und Renditeentwicklung

Preise und Renditen sind das Marktergebnis des Immobilien-Investmentmarktes, die sich aufgrund von Angebot und Nachfrage ergeben. Dabei wird unterschieden zwischen auf der einen Seite Anlegern, die Immobilien selbst nutzen. Für diese ist ein wesentliches Entscheidungskriterium der Kaufpreis, der nach volkswirtschaftlicher Auffassung auch dem Wert der Immobilie entspricht.

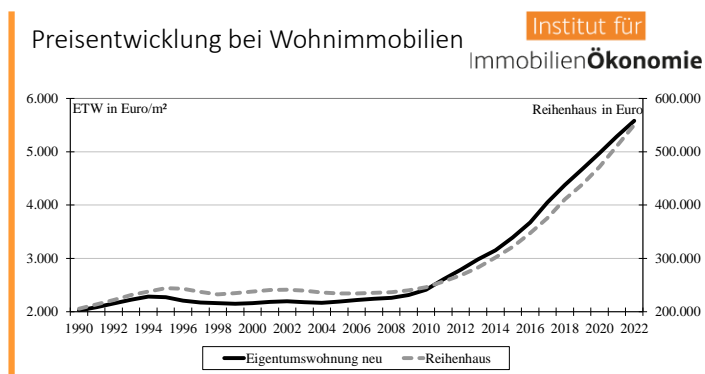


Abb. 5.2: Preisentwicklung bei Wohnimmobilien; Quelle: bulwiengesa AG-Immobilienindex, verschiedene Jahrgänge; abgerufen am 21.01.2023; eigene Darstellung.

Die Preise der Wohnimmobilien stiegen nach der Wiedervereinigung zunächst an, u. a. aufgrund günstiger wirtschaftlicher Rahmenbedingungen und den hohen Wanderungen. Erst mit einer Verzögerung konnte das Angebot auf die zunehmende Nachfrage reagieren, die dann aufgrund der „Überkapazitäten“ in eine zehnjährige Phase der Marktstabilisierung mündete. Ein deutlicher Anstieg der Preise für Eigentumswohnungen und -häuser ist erst seit 2008 festzustellen, was auf nachlassende Fertigstellungen bei einer stark dynamisch werdenden Nachfrage zurückzuführen ist. Dabei steigen die Preise wesentlich stärker als die Mieten, sodass die Faktoren bzw. Multiplikatoren sehr stark anstiegen.

Der Zinsanstieg seit dem Jahr 2022 hat zu veränderten Rahmenbedingungen geführt. Der massive Anstieg der Zinsen hat die Finanzierungskosten wesentlich erhöht, sodass die Nachfrage deutlich zurückging und das Angebot (noch) nicht zu Preiszugeständnissen bereit war. Es ist aber kurzfristig mit einer Preiskorrektur zu rechnen.

Auf der anderen Seite gibt es Käufer, die Immobilien als Kapitalanlage nutzen und dabei vor allem auf die Rendite ihrer Investments achten. Die Rendite misst den Ertrag einer Immobilieninvestition. Diese ist zum einen das Verhältnis von Nettokaltmiete (Cashflow) zu dem Immobilienkaufpreis und zum anderen die Rendite aus der Wertsteigerung des Objektes. Diese Kennzahlen sind entscheidend für die Kapitalanleger und insbesondere für institutionelle Investoren.

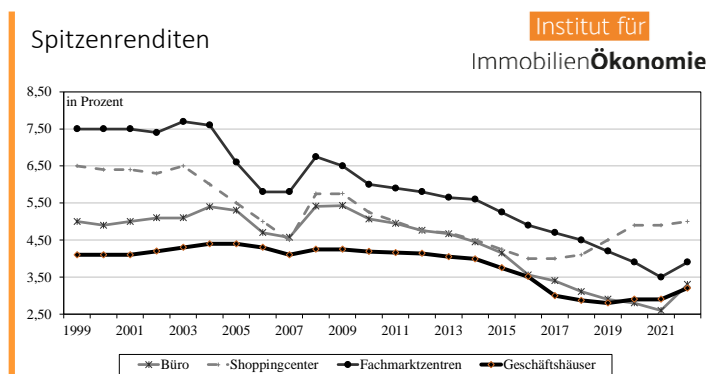


Abb. 5.3: Nettoanfangsrenditen; Quelle: Jones Lang LaSalle, verschiedene Jahrgänge; abgerufen am 21.01.2023; eigene Darstellung.

Bis zur Finanzkrise im Jahr 2008 waren die Renditen weitgehend konstant und wiesen nur geringe Schwankungsbreiten auf. Danach führten die gute Kreditverfügbarkeit und die Niedrigzinsphase nach 2008 zu dem Investmentboom. Durch die niedrigen Zinsen sanken zum einen die Finanzierungskosten und zum anderen waren Anleihen oder andere Assets als Konkurrenzprodukte weniger attraktiv. So kam es zu den im Vergleich zur Mietentwicklung überproportional steigenden Preisen und so zu sinkenden Renditen.

Aktuell werden die gestiegenen Zinsen in Deutschland auch zu steigenden Renditen führen. Die Investoren werden Portfolioumschichtungen vornehmen und die Nachfrage nach Immobilien reduzieren, bis die Preise gesunken sind.

6 Investoren am Immobilien-Investmentmarkt

Am Immobilien-Investmentmarkt sind verschiedene Akteure aktiv, die nach Finanzierungen für ihre Immobilienkäufe bei den Banken nachfragen. Die Marktteilnehmer unterscheiden sich stark hinsichtlich ihrer Ziele und ihrer Anlagenkonzepte. Zunächst kann zwischen privaten und institutionellen Investoren differenziert werden. Diese können Immobilien sowohl zur Kapitalanlage als auch zur Selbstnutzung erwerben. Bei der Kapitalanlage wird wiederum zwischen einem direkten und indirekten Investment unterschieden. Bei der indirekten Kapitalanlage sind es verschiedene institutionelle Investoren, die diverse Produkte anbieten.

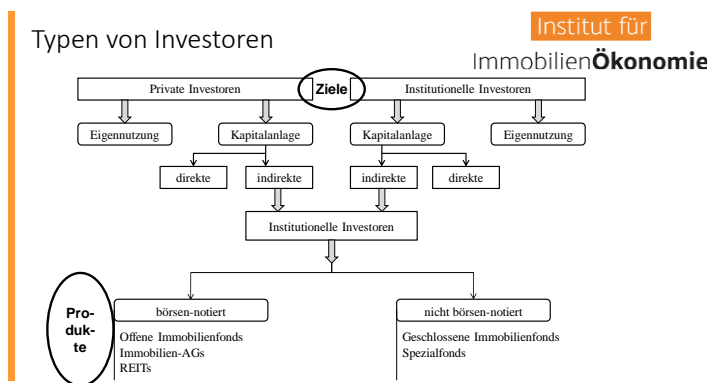


Abb. 6.1: Typen von Investoren; eigene Darstellung.

6.1 Marktteilnehmer

Die Marktteilnehmer des Immobilien-Investmentmarktes unterscheiden sich zum einen nach der Funktion und zum anderen nach anderen Abgrenzungen. Dabei wird im Folgenden auf die verschiedenen Potenziale und Risiken der Marktteilnehmer für die Banken eingegangen.

6.1.1 Private Investoren

Private Personen, die natürliche Einzelpersonen sind und auch als freie Anleger bezeichnet werden, treten als Käufer nur bei einer einzigen oder sehr wenigen Immobilientransaktionen auf. Immobilien gehören bei diesen Investoren zu einem Teil ihrer Kapitalanlage als Renditeobjekt oder werden selbst genutzt. Die Ziele der privaten Investoren liegen in der Vermögensverwaltung und -sicherung, verbunden mit einem kontinuierlichen und risikoadäquaten Zuwachs. Kapitalerhalt und Inflationsschutz können auch Beweggründe sein.

Dabei zeichnen sich private Anleger zumeist durch ein begrenztes Investitionsvolumen und geringer Professionalität aus. Auf dem Markt haben sie einen Informationsnachteil: kaufmännisches, juristisches und technisches Fachwissen ist häufig nur in geringem Maße vorhanden.

Das Bankrisiko liegt oftmals in der Identität zwischen Eigentümer und Nutzer der Immobilie und damit verbunden einer wirtschaftlichen Abhängigkeit. Im Übrigen kann die Fungibilität durch die Individualität der Immobilie eingeschränkt sein, so dass ein Verwertungs- und Nutzungsrisiko besteht. Für Kreditinstitute ist deshalb darauf zu achten, dass die Drittverwendungsfähigkeit der Immobilie gegeben ist. Ansonsten spielt die wirtschaftliche Stärke/Bonität des Kreditnehmers/Nutzers eine entscheidende Rolle für die Kreditgewährung.

6.1.2 Institutionelle Investoren

Hierbei handelt es sich um Marktteilnehmer, die für eigene und/oder fremde Rechnung regelmäßig Objekte handeln und entsprechend professionell am Immobilienmarkt agieren. Institutionelle Investoren sind üblicherweise juristische Personen und sehen die Immobilie als Anlageprodukt. Im Gegensatz zu privaten Investoren besitzen institutionelle Anleger üblicherweise ein erhebliches Investitionsvolumen und zeichnen sich durch eine gewisse Professionalität im Umgang mit

Immobilieninvestitionen aus. Auf dem Markt haben sie daher einen Informationsvorteil; kaufmännisches, juristisches und technisches Fachwissen sollten durch ein qualifiziertes Management vorhanden sein. Folgende wesentliche Teilnehmer können unterschieden werden:

Bauträger/Projektentwickler

Bauträger und Projektentwickler treten im Regelfall als klassische Kurzfristinvestoren auf. Diese Investorengruppe beschäftigt sich mit dem Neubau von Objekten und/oder dem Refurbishment bzw. Redevelopment, d. h. dem Erwerb von bestehender Bausubstanz, die heutigen Ansprüchen nicht mehr gerecht wird.

Das grundsätzliche Ziel ist es, die Immobilie nach Fertigstellung und Vermietung mit möglichst hohem Ertrag zu verkaufen. Eine Bank muss sich aber darüber im Klaren sein, dass selbst bei einer nur kurzfristigen Zwischenfinanzierung das Risiko besteht, dass der Exit nicht gelingt und eine Weiterfinanzierung ggf. erforderlich wird. Diese Langfristbetrachtung sollte folglich auch eine Bank bei einer nur kurzfristig zugesagten Zwischenfinanzierung berücksichtigen.

Immobilienfonds

Immobilienfonds sind der Klassiker unter den indirekten Immobilienanlagen. Mit dem bei den Anlegern eingesammelten Kapital werden Immobilien erworben und aus Mieteinnahmen, Wertsteigerungen und den Verkäufen des Immobilienportfolios werden Gewinne für die Anleger erwirtschaftet. Als Folge der Finanzmarktkrise hat der Gesetzgeber 2013 das neue Kapitalanlagegesetz (KAGB) in Kraft gesetzt, welches die Richtlinien der EU in das deutsche Recht umsetzt. Mit dem Kauf der Anteile wird der Anleger Miteigentümer am Vermögen des Investmentfonds und erwirbt einen Anspruch auf Gewinnbeteiligung und Anteilsrückgabe zum jeweils gültigen Rücknahmepreis. Als Alternative Investmentfonds, abgekürzt AIF, werden im KAGB neben Geschlossenen Fonds auch die investmentrechtlich regulierten Offene Fonds sowie die Spezialfonds bezeichnet.

Private Anleger können zwischen offenen und geschlossenen Immobilienfonds wählen. Offene Immobilienfonds sind vor allem für Kleinanleger geeignet, die sich keine eigene Immobilie leisten können. Es handelt sich um Investmentvermögen mit unbegrenztem Kapital, einer unbegrenzten Anzahl von Anlegern und austauschbaren Vermögensgegenständen. Die Anleger eines offenen Investmentvermögens haben mindestens einmal jährlich das Recht zur Rückgabe der gehaltenen Anteile.

Die investierten Summen werden durch eine Kapitalverwaltungsgesellschaft getrennt von deren Vermögen als Sondervermögen verwaltet und sind deshalb bei Insolvenz dieser Gesellschaft geschützt. Der Verkauf der Anteile erfolgt zum Rücknahmepreis, der börsentäglich durch die Fondsgesellschaft ermittelt wird.

Geschlossene Immobilienfonds haben als Investitionsobjekt ein bestimmtes Immobilienprojekt, dessen Erwerb, Betrieb und abschließende Veräußerung im Mittelpunkt der unternehmerischen Tätigkeit der Fondsgesellschaft steht. Bei geschlossenen Immobilienfonds ist das Kapital fix, die Anzahl der Anleger ist begrenzt und die Vermögensgegenstände sind festgelegt. Das Recht zur Rückgabe der Anteile besteht für die Anleger nur am Ende der Laufzeit. Die Gesellschafter bei

geschlossenen Immobilienbeteiligungen haben in begrenztem Umfang ein Mitsprache- und Entscheidungsrecht.

Spezial-Sondervermögen (Spezial-AIF) richten sich an institutionelle Anleger und werden im Gegensatz zu einem Publikumsfonds für private Anleger nicht öffentlich vertrieben. Institutionelle Anleger sind beispielsweise Versicherungen, Banken, Pensionskassen, Stiftungen, Unternehmen oder Kirchen. Der Spezialfonds wird oftmals an die individuellen Anforderungen des jeweiligen Investors angepasst.

Die Aufsicht untersteht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht und den Regeln des Kapitalanlagegesetzbuchs (KAGB). Spezial-AIFs unterliegen jedoch weniger starken Regulierungen als Publikumsfonds, da das Schutzbedürfnis der professionellen Anleger durch den Gesetzgeber als geringer eingeschätzt wird. Unterschieden wird zum einen nach Offenen Immobilien Spezial-AIF, bei denen das Fondsvolumen theoretisch beliebig groß werden kann, während die Ausrichtung, die Art von Objekten und an welchen nationalen oder internationalen Standorten investiert wird individuell vereinbart werden kann. Zum anderen wird bei Geschlossenen Immobilien Spezial-AIF bereits im Vorfeld ein maximales Investitionsvolumen festgelegt, bei dessen Erreichen der Fonds geschlossen wird. Es wird in den Anlagebedingungen vertraglich festgelegt, welche Rahmenbedingungen und Voraussetzungen gelten.

Immobilienaktiengesellschaften und Real Estate Investment Trust (REITs)

Bei Immobilienaktiengesellschaften (kurz: Immobilien-AG) handelt es sich um Kapitalgesellschaften, die in der Rechtsform einer Aktiengesellschaft geführt werden. Einige dieser Immobilienaktiengesellschaften sind auch börsennotiert. Eine Immobilienaktiengesellschaft investiert in Grundstücke und Gebäude. Einnahmen werden im Wesentlichen durch Mieten sowie durch den Bau und Verkauf von Immobilien erzielt.

Klassische Aktiengesellschaft müssen ihre Gewinne nicht vollständig ausschütten, sondern können sie thesaurieren: So wird es möglich, finanzielle Mittel etwa für die künftige Expansion zurückzulegen. Anleger nehmen als Aktienteilhaber am Erfolg der Unternehmen teil, ohne selbst Besitzer einer Immobilie zu sein. Viele Immobilienaktiengesellschaften sind aus dem Outsourcing von Immobilienbeständen entstanden, börsennotierte Immobilienaktiengesellschaften sind aber in Deutschland eher gering vertreten.

Bei Real Estate Investment Trusts (REITs) handelt es sich um eine Sonderform einer Immobilien-Aktiengesellschaft. 1960 wurde in den USA der erste REIT eingeführt. In Deutschland erfolgte die Zulassung von REITs erst 2007 mit der Vorstellung des sogenannten REIT-Gesetzes. REITs werden als steuerbegünstigte Immobilien-Aktiengesellschaften mit börsennotierten Anteilen bezeichnet.

Die zulässigen Investitionen eines REIT sind in Deutschland auf den gewerblichen Immobilienmarkt beschränkt. Aufgrund schwieriger Rahmenbedingungen (administrativ und steuerlich) haben sich REITs in Deutschland bislang nicht durchgesetzt. Um als REIT gelistet zu werden, müssen einige Voraussetzungen erfüllt sein. Einerseits muss ein REIT mindestens 90 Prozent der Gewinne an die Investoren ausschütten. Zudem muss der Schwerpunkt der

Geschäftstätigkeit die Anlage in Immobilien darstellen. Ein Handel mit Immobilien ist einem REIT per Gesetz untersagt.

REITs sollen die Vorteile einer Immobilienanlage aufweisen, aber die Nachteile der Direktanlage vermeiden. Der wichtigste Vorteil eines REITs ist die Steuerbefreiung auf Unternehmensebene. Die Besteuerung der Gewinne erfolgt erst nach der Dividendenausschüttung an die Investoren und dann auf der Ebene der Gesellschafter mit dem individuellen Steuersatz. Diese Steuerbegünstigung soll dafür sorgen, dass ein Anleger eines REITs die gleiche Ausgangsposition wie ein Direktinvestor hat. Ein Direktinvestor muss keine Steuern für die Vermietung einer Immobilie zahlen, sondern nur die Gewinne versteuern.

Sonstige institutionelle Investoren

Ein Family Office bezeichnet im eigentlichen Sinne die Verwaltung des Vermögens (hier: Immobilien) einer oder mehrerer Familien. Bei der Bezeichnung handelt es sich aber nicht um einen geschützten Begriff oder um eine zertifizierte Tätigkeit. Family Offices richten sich an wohlhabende Einzelpersonen oder wohlhabende Familien, die ihr Vermögen professionell verwaltet wissen wollen.

Die hauptsächliche Funktion von Family Offices ist die strategische Verwaltung des Familienvermögens. Zu den klassischen Aufgaben dieser Dienstleistungsunternehmen gehören die Planung über das Vermögen, Treuhandgeschäfte, Überwachung der Vermögensperformance, Rechtsberatung, Planung für den Nachlass oder die Unterstützung auf administrativer Ebene.

Real Estate Private Equity Fonds, die seit Beginn des Jahrtausends in Deutschland auf dem Immobilienmarkt tätig sind, investieren als Gesellschaft mit nicht-börsennotiertes Eigenkapital in diverse Immobilieninvestments. Das Eigenkapital kommt von institutionellen Investoren, die als Limited Partners an dem Fonds beteiligt sind.

Real Estate Opportunity Fonds haben sich auf Investments am Immobilienmarkt fokussiert. Es handelt es sich um Gesellschaften, die von Kapitalgebern Eigenmittel einwerben und im Regelfall im Rahmen einer festgelegten Investitionsstrategie u. a. in Immobilien und/oder Immobiliengesellschaften investieren. Im Unterschied zu langfristig orientierten Immobilieninvestoren streben Real Estate Opportunity Fonds bei ihren Investitionen vor allem die Realisierung von Wertsteigerungen nach kurzer Haltedauer an. Diese noch junge Assetklasse hat sich in den vergangenen Jahren, zunächst ausgehend vom angelsächsischen Sprachraum, immer stärker an den internationalen Immobilienmärkten engagiert.

6.2 Ziele und Strategien der Marktteilnehmer

Aus Sicht der Banken sind nicht nur die Investoren entscheidend, sondern ebenso ihre Ziele und Strategien. Damit kann eine Bank das Handeln der Investoren eher nachvollziehen. Sie kann so die Chancen, aber auch die Risikopotenziale des Geschäftsmodells besser identifizieren. Durch entsprechende Vereinbarung in dem Kreditvertrag kann eine Bank die entsprechenden Risiken auf ein für sie vertretbares Maß reduzieren.

Die Ziele der Investoren sind sehr unterschiedlich und können anhand des „Magischen Dreiecks der Kapitalanlage“ erklärt werden. Aus den Zielen der Kapitalanlage lassen sich dann die verschiedenen Strategien der Investoren ableiten.

6.2.1 Ziele der Investoren

Bei einer Anlage stehen neben der Rentabilität die Sicherheit (Risiko) und die Liquidität der Kapitalanlage im Vordergrund, welche zusammen als die wichtigsten objektiven Anlageziele gelten. Sie stehen in einem Verhältnis, welches als das magische Dreieck der Kapitalanlage bezeichnet wird.

Die Rentabilität gilt als ein wesentliches Kennzeichen von Investments und den Erfolg einer Kapitalanlage. Sie zeigt die effektive Verzinsung des Kapitals in einer Periode an. Es gilt aber auch für Immobilien, dass je höher die Rendite ausfällt, auch deren Risiko größer ist.

Im Zusammenhang mit dem Rentabilitätsziel steht das Anlageziel der Sicherheit. Sicherheit beschreibt das Risiko bzw. die Unsicherheit, das mit der Anlage verbunden ist. Unter Risiko werden Nachteile, Verluste oder Schäden verstanden, die mit der Anlage verbunden sind. Die Risiken variieren bei den einzelnen Investments.

Das Kriterium Liquidität bezieht sich auf die Möglichkeit, ein Asset in Bargeld umzutauschen. Wie schnell kann ein Vermögensgegenstand in Bargeld umgewandelt werden und wie hoch sind dabei die Kosten? Geldanlagen in Aktien oder Sparkonten können sehr liquide sein, währenddessen Immobilien eher als illiquide Assets anzusehen sind.

Anhand der genannten Kriterien lässt sich jede Anlageform einschätzen, beurteilen und bewerten. Allgemeines Ziel der Anleger ist es, ein optimales Ergebnis zu erhalten. Da diese drei Kriterien aber in einem Zielkonflikt zueinanderstehen, sind sie nicht gleichermaßen erfüllbar. Anleger entscheiden nach ihren persönlichen Bedürfnissen und Zielen über das Verhältnis dieser zueinander. So sind bei der Investitionsentscheidung persönliche Kriterien wie Renditevorstellungen, Risikobereitschaft, Gesamtvermögen, Anlagehorizont, steuerliche Situation, Liquiditätsbedarf, Einflussmöglichkeit und Fachwissen zu berücksichtigen.

In der letzten Zeit gewinnt das Ziel der Nachhaltigkeit immer mehr an Bedeutung, sodass vielfach schon von einem „Magischen Viereck“ der Ziele gesprochen wird. Das drückt sich u. a. dadurch aus, dass Nachhaltigkeitszertifikate für die Immobilien angestrebt werden. Nachhaltige Immobilien weisen eine hohe Energieeffizienz auf, aber auch eine hohe Flexibilität und Fungibilität. Für den Investor ist ebenso interessant, dass bei derartigen Immobilien eine nachhaltige Vermietung und Veräußerbarkeit eher gegeben ist. Wertbeständigkeit und ein sicherer Cashflow machen diese Assetklasse für viele Investoren sehr interessant.

6.2.2 Strategien der Investoren

Die Strategien der Investoren orientieren sich an deren Risikoneigung. Für eine Bank ist es wichtig, diese zu kennen, sie zu verstehen und die daraus abzuleitenden Risiken durch angemessene Vereinbarungen zu vermeiden bzw. auf ein vertretbares Maß zu vermindern.

Bei den Anlagestrategien kann grundsätzlich zwischen den gegensätzlichen Strategien „buy-and-hold“ und „buy-and-sell“ unterschieden werden. Bei der ersteren, eher traditionellen Strategie besteht das Ziel, die Immobilie sehr lang im Portfolio zu halten und diese nicht kurzfristig zu verkaufen. Es wird mehr auf die laufenden Einnahmen gesetzt und so die hohen Transaktionskosten vermieden. Bei der „buy-and-sell“-Strategie wird mit einer auch kurzfristigen, gewinnbringenden Veräußerung gerechnet. Voraussetzungen sind aber für deren Erfolg kurzfristige Wertsteigerungen und der richtige Einstiegs- und Exitzeitpunkt. Eine gemischte Strategie aus den beiden dargestellten ist die „buy-and-manage“-Strategie, bei der fallweise über das weitere Vorgehen entschieden wird.

Bei den Risikostrategien spielt die Risikoneigung und damit eng verbunden die Renditeerwartung eine entscheidende Rolle. Dies spiegelt sich bereits sehr deutlich in der Objektauswahl wider. Folgende Risikoklassen können unterschieden werden:

- Core-Immobilien

Dies sind Objekte mit geringem Risikograd mit nachhaltig stabilem, aber geringem Wertsteigerungspotenzial. Die Objekte befinden sich in 1A-Lagen mit erstklassiger Objektqualität, mit hoher Flexibilität und Fungibilität sowie langfristigen Mietverträgen mit einwandfreien Mietern.

- Core Plus-Immobilien

Die Core Plus-Immobilien sind Immobilien mit einem etwas höherem Risikograd und einem etwas höherem Wertsteigerungspotenzial. Es sind überwiegend Bestandsimmobilien mit mittlerer und moderner Objektqualität. Die Mietverträge weisen eher kurze Vertragslaufzeiten und/oder es bestehen eingeschränkte Mieterqualitäten. Entsprechend sind die Anforderungen an die Rendite auch höher als bei den Core-Immobilien.

- Value Added-Immobilien

Das sind Objekte, die durch Umbau oder Ausbau oder Neukonzeption am Markt neu positioniert werden müssen und eines aktiven Managements bedürfen. Sie weisen damit eventuell Wertsteigerungspotenzial auf.

- Opportunistic-Immobilien

Die Opportunistic-Immobilien umfassen Projektentwicklung oder entwicklungsfähige Gebäude in B- und C-Lagen mit Mieten unter dem Marktniveau oder Problemfälle. Hierbei wird vom Investor auf eine positive Markt- und Objektentwicklung spekuliert, um hohe Eigenkapitalrenditen zu erzielen. Risiken ergeben sich vor allem durch Mieter mit geringer Bonität, kurzfristigen Mietverträgen, strukturellen Leerständen und insgesamt spekulativen Investments.

7 Zu finanzierende Objekte

Die nachfolgenden Ausführungen geben einen Überblick über die wesentlichen, zu finanzierenden Objekte, deren Bedeutung sowie über die Besonderheiten, die das jeweilige Segment kennzeichnen. Diese Klassifizierung soll dazu beitragen, die Markttransparenz und die Marktbeobachtung für Banken zu verbessern.

7.1 Büroimmobilien

Büroimmobilien haben aufgrund ihres hohen Anteils am Immobilienbestand als auch am Transaktionsvolumen für Investoren und Finanzierer einen hohen Stellenwert. In den Büroimmobilien werden insbesondere Verwaltungstätigkeiten und Schreibtischtätigkeiten durchgeführt. Wichtige Unterscheidungskriterien sind zum einen die Lage (z. B. Central Business District oder Backoffice-Standort) und zum anderen die Bürokonzepte wie beispielsweise Zellenbüros (Ein- oder Mehr-Personen-Büros) oder Gruppen- und Großraumbüros.

Die Nachfrage nach Büroflächen wird im Wesentlichen durch die wirtschaftliche Entwicklung bestimmt. Das Angebot setzt sich aus dem vorhandenen Bestand und neuen Projekten zusammen und ist durch lange Planungs- und Realisierungszeiten sehr viel träger als die Nachfrage. Der Markt ist somit stärkeren zyklischen Schwankungen unterworfen und recht konjunktursensibel.

Die Nutzungsdauer von Büroimmobilien ist durch sich wandelnde Anforderungen der Nutzer in den letzten Jahrzehnten deutlich gesunken und deshalb sind regelmäßige Modernisierungsmaßnahmen erforderlich, um die Vermietungsfähigkeit und damit die Wettbewerbsfähigkeit der Immobilie zu erhalten.

Weitere wichtige Kriterien für Investoren und die finanzierenden Banken sind:

- Standortqualität (Anbindung an Verkehrssysteme); etablierte/bekannte Lage für eine Büronutzung,
- ausreichende Größe und kritische Masse des Teilmarktes,
- Wettbewerb mit bestehenden oder neuen Objekten (Flächenreserven); Planungen neuer Flächen/Standorte,
- Flexibilität des Gebäudes und der Mieteinheiten; Anpassungsfähigkeit bei technischen/Arbeitsumfeldveränderungen,
- Nachhaltigkeit des Gebäudes/Zertifizierung,
- günstige Relation Nebenkosten/Bewirtschaftungskosten zur Miete und
- gute Exit-Möglichkeiten.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass die Banken gerade bei Büroimmobilien auf die Attraktivität für Dritte, sowohl für Nutzer als auch für Investoren, achten müssen. Bei individuell auf einen Nutzer zugeschnittenen bzw. Objekten an Solitärstandorten müssen aus Banksicht entsprechende zusätzliche Sicherheiten oder Absicherungen vereinbart werden, um die Abhängigkeit von einem Nutzer zu relativieren und damit eine langfristige Finanzierung zu ermöglichen.

7.2 Einzelhandelsimmobilien

Die Einzelhandelsimmobilien sind der Ort, an dem der stationäre Einzelhandel seine Waren an die Verbraucher absetzt. Diese Immobilien können beispielsweise nach den Kriterien Lage (z. B. 1A-Lage, Innenstadt oder Grüne Wiese) oder der Größe oder der Betriebsform (Kaufhaus oder Discounter) oder dem Sortiment (z. B. Lebensmittel oder Möbel) unterteilt werden.

Unterschiedliche Einflussfaktoren sowohl auf der Angebots- als auch auf der Nachfrageseite sind für den Markt bei Einzelhandelsimmobilien relevant. Die Nachfrage im Einzelhandel und damit nach Einzelhandelsimmobilien wird durch das Konsumentenverhalten durch gesamtwirtschaftliche und demographische Faktoren bestimmt. Auf der Angebotsseite wird die Struktur und Entwicklung von Einzelhandelsstandorten durch die Entscheidungen der Einzelhandelsunternehmen sowie der Politik und Verwaltung bestimmt. Die durch Politik und Verwaltung gesetzten Rahmenbedingungen sollen einerseits die Erreichung politischer und gesellschaftlicher Ziele sicherstellen, andererseits auf der kommunalen Ebene den Entscheidungsträgern die Gestaltung des Standortes ermöglichen. Daneben hat auch der wachsende Anteil des Online-Handels einen dominierenden Einfluss auf den stationären Einzelhandel.

Neben den nutzungsbedingten Anforderungen an den Standort ist bei diesen Immobilien insbesondere die Nähe zum Kunden von entscheidender Bedeutung. Kunden bevorzugen den Standort, dessen Besuch mit dem geringsten Aufwand (bei gleich attraktiven Alternativen) verbunden ist. Hohe Bedeutung bei Standortentscheidungen kommt somit der Kaufkraft sowie der Zentralität zu.

Bei Shopping-Centern sorgen langfristige Mietverträge und starke Ankermieter für stabile und planbare Einnahmen. Weiterhin weisen diese durch ihre hohe Zahl an Einzelmietern eine projektimmanente Risikosteuerung auf, so dass der Cashflow aus den Mieteinnahmen stabil bleiben kann. Relevante Erfolgskriterien im Rahmen der Investitions- bzw. Finanzierungsentscheidung sind u. a.:

- Differenzierung des Produktes: handelt es sich bei dem Center um die Ergänzung des innerstädtischen Einzelhandels mit eingeschränkten Anforderungen an Größe und Ausstrahlungskraft oder um ein regionales Shopping-Center, bei dem eine angemessene Größe (kritische Masse), Eigenattraktivität und Ausstrahlungskraft gegeben sein muss,
- Standort und Lage,
- Verkehrsanbindung/Parkplatzsituation/ÖPNV,
- angemessenes Umsatzpotenzial und
- angemessener Mietermix und Mieterqualität unter Berücksichtigung des Einzugsgebietes.

In Anbetracht der Komplexität einer Immobilie und der Vielzahl der zu prüfenden Einzelfaktoren ist insbesondere eine fundierte Markt- und Wettbewerbsanalyse bei einer Finanzierung notwendig. Dabei sind im Rahmen der umfassenden Gesamtprüfung (Due Diligence) die wesentlichen rechtlichen, steuerlichen, technischen und wirtschaftlichen Faktoren eine unverzichtbare Entscheidungsgrundlage für eine Bank.

7.3 Wohnimmobilien

Der Wohnungsmietmarkt ist im Wesentlichen ein Bestandsmarkt; die Anzahl der neu gebauten Wohnungen bewegte sich bis 2010 auf einem niedrigen Niveau. Seit 2011 ist der Wohnungsbau gemessen an der Zahl der fertig gestellten Wohnungen aufwärtsgerichtet, stagniert aber wieder in diesem Jahrzehnt.

Eine besondere und langfristige Herausforderung für Wohnimmobilienfinanzierung besteht in der demografischen Entwicklung. Der Analyse der demografischen Entwicklung in der Region kommt bei der Finanzierungsentscheidung eine besondere Rolle zu. Für Deutschland wird in den nächsten Jahrzehnten mit einer sinkenden Bevölkerungszahl gerechnet. Die demografische Veränderung zeigt sich auch in einer strukturellen und regionalen Dimension. Zum einen verschiebt sich die Altersstruktur dahingehend, dass zukünftig absolut und relativ immer mehr ältere Menschen leben werden. Zum anderen wirkt sich der demografische Wandel sehr unterschiedlich für einzelne Regionen und Kreise in Deutschland aus.

Bei Wohnimmobilien ist der wesentliche demografische Indikator aber die Anzahl der Haushalte, die im Gegensatz zu der Bevölkerungszahl gemäß Prognose des Bundesinstituts für Stadt- und Raumforschung (BBSR) mindestens bis 2030 auch noch zunehmen wird. Aufgrund der strukturellen Veränderung mit mehr Ein-Personen-Haushalten und weniger Mehr-Personen-Haushalten in Verbindung mit zunehmender Wohnfläche je Einwohner wird sich die Nachfrage nach Wohnraum verstärken. Aufgrund dieser Entwicklungen sind die Perspektiven der deutschen Wohnungsteilmärkte differenziert einzuschätzen. Es ist davon auszugehen, dass es drei typische regionale Entwicklungsmuster geben wird.

- Zentren und die zentrumsnahen, infrastrukturell gut angebotenen Regionen, die aufgrund der demografischen Entwicklung und der Verbesserung der Einkommenssituation der privaten Haushalte weiter an Bedeutung gewinnen werden. Die Neubauvorhaben werden sich insbesondere auf diese Regionen konzentrieren.
- Neben den genannten Wachstumsregionen ist noch das entfernte Umland zu berücksichtigen, bei dem mittelfristig von einer stagnierenden Entwicklung auszugehen ist. Erst in der langen Frist wird sich die demografische Entwicklung hier negativ bemerkbar machen.
- Problematische Perspektiven weisen ländlich geprägte oder altindustrielle Gebiete auf; diese sind schon jetzt negativ von den sich abzeichnenden demografischen Entwicklungstrends betroffen. Eine Trendumkehr ist eher unwahrscheinlich.

Generell ist der Mietwohnungsbereich eine wichtige Assetklasse für langfristig orientierte Investoren und damit auch für Banken. Eine angemessene Rentabilität wird eher erzielt durch qualifiziertes Verwaltungsmanagement mit niedriger Mieterfluktuation, geringe Leerstandsrate und angemessene Instandhaltung als durch Mietsteigerungen. Kurzfristig dürften sich aber auch höhere Mietsteigerungen realisieren lassen.

8 Werttreiber und Megatrends

8.1 Werttreiber eines nachhaltig erfolgreichen Immobilieninvestments

Die nachfolgend dargestellten Werttreiber sind Kriterien, die einen ausschlaggebenden Einfluss auf die Immobilien und deren Finanzierung haben. Werttreiber sind definiert als Faktoren, deren Veränderung erheblichen Einfluss auf den Immobilienwert haben. Die Werttreiber bzw. Wertgeneratoren stellen die wesentliche Ursache für die Veränderung von Preisen oder Werten dar. Dadurch ergeben sich bessere Informationen für die Risikoabschätzung und für Szenariorechnungen der Banken.

Für dieses Thema kann zwischen objektbezogenen Kriterien und den nicht-objektbezogenen Kriterien unterschieden werden. Zu den nicht-objektbezogenen Faktoren gehören die Entwicklung der Rahmenbedingungen, die Entwicklung der Investmentmärkte sowie die Einflüsse aus dem Vermietungsmarkt.

8.1.1 Rahmenbedingungen für die Wertentwicklung

Die generellen Werttreiber stellen die Rahmenbedingungen für die Immobilien-Investmentmärkte dar, dazu gehören die politischen, rechtlichen und ökonomischen Entwicklungen. Von diesen kommen wichtige Impulse für die Investments.

Langfristige Werttreiber wie die Demografie mit der Veränderung der Bevölkerungszahl, der strukturellen Veränderung der Bevölkerung (z. B. Alterung) und den regionalen Wanderungen sorgen für Investments. Technologischer Fortschritt sowie die Forderung nach Nachhaltigkeit und die Globalisierung der Branche und der Wirtschaft allgemein wirken sich auf die langfristige Perspektive aus. Die wirtschafts- und finanzpolitischen Rahmenbedingungen, wie z. B. die EZB-Geldpolitik, stellen die globalen Weichen für den Investmentmarkt.

Zu den generellen Werttreibern gehören auch die Risikoneigung und die Renditeerwartung, die sich im Verhalten der Investoren widerspiegeln. Dabei ist das Verhalten im Wesentlichen abhängig von den Zielen und den Strategien der Investoren.

Neben den globalen kommt auch den regionalen Werttreibern eine entscheidende Bedeutung zu. Bei den generellen Werttreibern sind eher die globalen und langfristigen Trends angesprochen, während die regionalen Effekten eher kurzfristig wirkende Werttreiber darstellen. Neben den bereits beschriebenen Faktoren wie Wirtschaftskraft und wirtschaftliche Entwicklung oder demografische Entwicklung kommen auf dieser Ebene weitere hinzu. So stärken Verkehrsinfrastruktur und kulturelle Infrastruktur oder das Image der Region oder das Verwaltungsklima das Interesse der Investoren.

8.1.2 Werttreiber im Investmentbereich

Die Entwicklung von Angebot und Nachfrage auf dem Immobilien-Investmentmarkt wird mittelbar durch die Entwicklung des Kapitalmarktes bestimmt. Immobilien haben sich als bedeutende

Anlageform auf dem Kapitalmarkt etabliert und stehen im direkten Wettbewerb zu anderen Assetklassen wie Aktien oder Staatsanleihen. Die Liquidität der Marktteilnehmer sowie bestehende Rendite-Spreads spielen bei der Auswahl der Anlageform eine wichtige Rolle. Darüber hinaus sind die jeweiligen Portfoliostrategien der Akteure und deren Risikoverhalten von Bedeutung. Aus der Entwicklung der Investorennachfrage und dem am Markt bestehenden Angebot resultiert letztlich der Transaktionspreis und somit den Wert einer Immobilie.

Portfolio-Management und Asset-Management

Im Immobilienbereich kommt dem Management von Einzelimmobilien und Immobilienbeständen eine hohe Bedeutung zu. Während sich das Portfoliomanagement primär mit der Optimierung des Immobilienvermögens bezüglich Rendite, Risiko und Liquiditätsaspekten beschäftigt, konzentriert sich das Immobilien-Asset-Management auf die nachhaltige Sicherung der Einnahmen und damit verbunden auf die Ertrags- und Wertsteigerung des Immobilienvermögens. Im Gegensatz zu früher als Immobilien noch im klassischen Sinne „verwaltet“ und auf Anforderung der Nutzer und des Marktes mehr oder minder reagiert wurde, wird das Feld des Immobilien-Asset-Managements zwischenzeitlich zunehmend von hoch professionellen Spezialisten mit besonderem Know-how besetzt. Verstärkt nutzen auch Immobilieneigentümer professionelle Dienstleister, um ihren Bestand optimal und proaktiv managen zu lassen.

Auch aus Sicht der finanzierenden Bank kommt einem guten Management der Immobilien sowie Portfolien und damit der Sicherung der Einnahmen und der Kapitaldienstfähigkeit eine zentrale Bedeutung zu. Wenn Investoren dem Management ihrer Immobilien nur eingeschränkte Beachtung widmen, kann das zur Folge haben, dass im Grunde gute Immobilien auf einmal hohe Leerstände zu verzeichnen haben und ihre Wettbewerbsfähigkeit und Kapitaldienstfähigkeit teilweise oder ganz verloren geht. Durch die geänderten Anforderungen an die Immobilienverwaltung – früher Sicherstellung der reinen Bewirtschaftung, heute Ertragssicherung und vor allem nachhaltige Ertragssteigerung – hat sich das Tätigkeitsspektrum des Assetmanagers signifikant verbreitert.

Insbesondere bei institutionellen Investoren ist neben der Betrachtung des Risiko-Renditeprofils einer Einzelimmobilie insbesondere der Aspekt des Portfolioprofils wichtig. Bei der Zielrendite eines Investors handelt es sich um eine individuelle Größe, die das Risikoprofil (Risikoappetit) und die Risikostrategie des Investors widerspiegelt und gleichzeitig die Anlage- bzw. Portfoliostrategie und damit die Portfoliozusammensetzung determiniert.

Durch den gezielten Aufbau eines diversifizierten Immobilienportfolios soll das Verhältnis zwischen Rendite, Risiko und Liquidität optimiert werden und damit eine effiziente Portfoliozusammensetzung gewährleistet werden. Neben der Einbringung von unterschiedlichen Risikoklassen – von Core bis Opportunity – kann sich die Mischung des Portfolios aus der Zusammenstellung folgender Komponenten ergeben:

- Durch das Investment in unterschiedlichen Ländern besteht neben möglichen Steuervorteilen und einer größeren Auswahl von Anlageprodukten die Möglichkeit, unterschiedliche Marktzyklen in einzelnen Ländern ertragssteigernd auszunutzen bzw. das Risiko hieraus zu reduzieren. Darüber hinaus gibt es auch innerhalb einzelner Standorte

-
- äußerst unterschiedliche Tendenzen abhängig von der jeweiligen Volatilität der lokalen Märkte.
- Standardimmobilien (Büro, Handel, Wohnungen) mit geringerem Risiko werden zusammen in einem Portfolio mit Spezialimmobilien (z. B. Hotel, Logistik) mit höheren Renditen/höherem Risikoprofil gebracht, um die Gesamrendite zu optimieren. Abhängig u. a. vom Know-how, der Investitionsstrategie und des angestrebten Risiko-Ertragsprofils können die vorstehenden Elemente in unterschiedlichster Zusammenstellung in einem Portfolio gebündelt werden.

Investmentzyklus

Die Beachtung der Rahmenbedingungen ist eine entscheidende Voraussetzung für ein erfolgreiches Investment. Genauso wichtig ist aber der richtige Zeitpunkt für den Kauf einer Immobilie bzw. eines Portfolios.

Bei dem typischen Ablauf eines Investment-Booms werden fünf charakteristische Phasen unterschieden. Am Startpunkt der Entwicklung steht oft ein exogener Schock (Displacement), bei dem es sich z. B. um politische oder ökonomische Faktoren oder die Einführung neuer Technologien handeln kann. Entscheidend ist, dass sich ein niedriges Zinsniveau als Resultat der Veränderung einstellt. Ist die Veränderung nachhaltig genug, wird sie die ökonomischen Erwartungen und Gewinnmöglichkeiten verändern.

Im Anschluss an die Veränderung kommt es nun zur Euphorie (Euphoria). Die neuen Gewinnmöglichkeiten locken immer mehr Anleger an. Der Bankensektor versucht in dieser Situation seine Möglichkeiten, der Geld- und Kreditschöpfung voll auszunutzen. Darüber hinaus werden neue Finanzierungsinstrumente zur Schaffung von mehr Liquidität entwickelt. In dieser Phase kann es auch zu einem gesamtwirtschaftlichen Entwicklungsschub kommen. Dieser Schub wiederum heizt die Euphorie der Marktteilnehmer noch weiter an.

Im Stadium der Manie (Mania) überhitzen die Märkte und es kommt zu Blasenbildungen. Die Marktteilnehmer haben extrem optimistische Zukunftserwartungen und gehen von einem Szenario mit dauerhaft steigenden Preisen aus. Dies führt zur Zunahme spekulativer Geschäfte, die Anlagen werden lediglich zum Zweck des späteren Verkaufs zu einem höheren Preis getätigt. Die Gewinne der bislang erfolgreich agierenden Anleger werden zum Magnet für immer neue Investoren, die hyperaktiv nach irgendwelchen Anlagemöglichkeiten suchen, um ihrerseits von der Gesamtentwicklung zu profitieren.

Erreicht der Investment-Boom seinen Höhepunkt, werden die ersten Insider beginnen aus dem Markt auszusteigen. Dies ist der Beginn der Phase der Besorgnis bzw. des Umschwungs (Revulsion). Einzelne Ereignisse können diese auslösen, z. B. das Auffliegen eines Schwindels oder der Zusammenbruch eines Unternehmens oder wie im vergangenen Jahr der Zinsanstieg. Es setzt eine allgemeine Ernüchterung angesichts der Erkenntnis der viel zu hoch getriebenen Preise ein, die den fundamentalen Wert der Anlage nicht mehr wiedergeben. Nun fallen die Preise, Unternehmensinsolvenzen nehmen zu und es beginnt die letzte Phase, die Torschlusspanik (Panic).

Wie auch die Manie treibt die Torschlusspanik sich mit wachsendem Momentum selbst an. Nun wollen möglichst alle Anleger den Markt wieder verlassen und aus ihren Investments aussteigen. Dies bringt die Preise noch weiter unter Druck und das Geschäftsmodell der Kursspekulation bricht zusammen.

Wird ein Investment zum „falschen“ Zeitpunkt getätigt, also z. B. auf dem Höhepunkt eines Zyklus, hat der Investor einen relativ hohen Preis zu bezahlen. Ein kurzfristiger Verkauf im folgenden Abschwung würde nur zu Preiszugeständnissen möglich sein. Das würde sich negativ auf die Rendite auswirken. Um dies zu vermeiden, wären die Akteure gezwungen, die Immobilien längerfristig zu halten, bis das alte Preisniveau wieder erreicht bzw. überschritten worden ist.

Vermietungsmarkt

Darüber hinaus hat auch die Nachfrage und das Angebot auf dem Vermietungsmarkt Einfluss auf die erzielbare Rendite. Der Preis ist ein Vielfaches (Faktor) der Miete. Während bis zu der Finanzkrise 2008/09 jeweils ein relativ konstanter Wert für den Faktor gegeben war, ist dieser seitdem regelrecht explodiert, vor allem in den Topstandorten.

Der Vermietungsmarkt selbst wird stark von der konjunkturellen Entwicklung sowie den sozioökonomischen und demografischen Rahmenbedingungen geprägt. Der sich daraus ergebende Verlauf der Mieten und Leerstände wirkt sich unmittelbar auf den Cashflow aus.

Objektbezogene Erfolgsfaktoren

Neben den vorgenannten allgemeinen Kriterien kommt den objektbezogenen Erfolgsfaktoren und damit der nachhaltigen Qualität des einzelnen Objekts eine wesentliche Bedeutung für das Einzelinvestment zu.

Ein wesentlicher Faktor ist unstrittig und spiegelt sich auch in der Antwort auf die klassische Frage nach „den drei wichtigsten Faktoren für eine gute Immobilie“ wider:

Lage – Lage – Lage.

Hierbei ist aber zu berücksichtigen, dass die Lageanforderungen sehr eng mit der geplanten Nutzung der Immobilie zusammenhängen, d. h. die Lage muss für die entsprechende Nutzung adäquat sein. Die Erfolgsfaktoren werden unterteilt in Standortqualität, Gebäudequalität, Flexibilität/Fungibilität (bei der Nutzung) und die Wettbewerbsfähigkeit einer Immobilie.

Die Standortqualität zeichnet sich durch eine gute Makrolage und auf der Mikroebene sollen die Faktoren nutzungsabhängig und angemessen sein. Je nach Immobilienart ergeben sich dabei andere Faktoren, die mehr oder weniger wichtig sind. Bei vielen Immobilien, so wie bei Einzelhandelsimmobilien ist eine gute Erreichbarkeit eine dringende Voraussetzung, ohne die der Standort keine Erfolgsaussichten hat. Bei vielen Immobilien ist dies auch bei den Parkmöglichkeiten erforderlich.

Bei der Gebäudequalität ist auf eine gute Bauqualität (inkl. verwendeter Baustoffe) zu achten. Grundlegend sind effiziente und flexible Grundrisse, die eine Anpassung an veränderte Rahmenbedingungen erlauben. Dabei ist ein günstiges Verhältnis von Nutz- zu Verkehrsflächen

anzustreben. Bei all diesem ist auf die Funktionalität des Gebäudes zu achten, sodass eine lange Nutzungsdauer erreicht werden kann.

Ein wichtiger und immer bedeutender werdender Aspekt ist die Nachhaltigkeit, wobei das beim Gebäude durch eine Zertifizierung dokumentiert werden kann. Dadurch lässt sich eine höhere Wertbeständigkeit erreichen und auch höhere Mieten erzielen.

Die Flexibilität bzw. Fungibilität spielt in der Nutzungsphase einer Immobilie eine zunehmende Rolle. Derartig ausgestattete Immobilien sind für Mieter mit gleichen Nutzungsabsichten attraktiv und damit lässt sich eine gute Drittverwendung erreichen. Nutzungsänderungen bei verändertem Nachfrageverhalten sollen in begrenztem Ausmaß möglich sein, so könnte ein Studentenapartment in ein Hotel oder Altenheim umgewandelt werden. Jedoch sind diese Potenziale eher begrenzt.

Ein optimal gestaltetes Gebäude ist sowohl für die Vermietung an einen Mieter (Single Tenant) als auch an eine Vielzahl von Mietern (Multi Tenant) geeignet. In jedem Gebäude sollen eine flexible Arbeitsplatzgestaltung und damit eine Anpassung an neue Arbeitsmodelle möglich sein. Dabei müssen schon in der Projektentwicklungsphase die Voraussetzungen für die Nutzung neuer Technologien (z. B. Digitalisierung) vorhanden sein.

Bei der technischen Ausstattung ist auf Energieeffizienz und andere Bewirtschaftungskosten zu achten, da die Mietnebenkosten zu einer hohen Belastung für den Mieter führen können. Die Wettbewerbsfähigkeit einer Immobilie dokumentiert sich nicht nur in der Höhe der Mietzinsen, sondern auch in der Höhe der Bewirtschaftungskosten. Für den Mieter sind beide Kostenarten relevant.

Während der Standort aktiv nicht mehr verändert werden kann (natürlich kann sich die Qualität der Lage im Laufe der Zeit durch unterschiedliche Einflüsse positiv oder negativ verändern), können bei den objektbezogenen Faktoren am Anfang der Investition Weichenstellungen bzw. Vorkehrungen getroffen bzw. während der Nutzungsphase Änderungen und/oder Anpassungen vorgenommen werden.

4.2 Megatrends Immobilien-Investmentmarktes

Im Hinblick auf die Langlebigkeit und den hohen Ressourcenaufwand sind zur Sicherstellung der nachhaltigen Wirtschaftlichkeit einer Immobilieninvestition Informationen über die Entwicklung von sogenannten Megatrends entscheidend. Unter „Megatrends“ werden langfristige soziale, ökonomische, politische und technologische Veränderungen verstanden, die die Entwicklung einer Gesellschaft und damit auch der Immobilienmärkte prägen. Megatrends sind durch verschiedene Eigenschaften definiert. Sie haben eine Dauer von mindestens mehreren Jahrzehnten und zeigen Auswirkungen in vielen gesellschaftlichen Bereichen, gleichzeitig sind es globale Phänomene mit vielschichtigen und mehrdimensionalen Trends.

4.2.1 Globalisierung

Die Globalisierung zeigt sich besonders stark auf den Immobilien-Investmentmärkten. Die Pandemie und andere Krisen der vergangenen Jahre haben aber für eine Unterbrechung der Entwicklung gesorgt.

Ausländische Investoren kaufen und verkaufen stetig mehr Immobilien, Immobilienportfolios und Immobilienunternehmen (Share Deal) in Deutschland. Auf dem Wohnimmobilien-Investmentmarkt zeigt sich das internationale Geschäft primär in zwei Ausprägungen. Bei Gewerbeimmobilien sind es die ausländischen institutionellen Anleger, die aufgrund ihrer zunehmenden internationalen Ausrichtung nach deutschen Immobilien als Kapitalanlage suchen. Ebenso sind entsprechend deutsche Investoren im Ausland aktiv. Von institutionellen Investoren sind dies Wohnungsportfolios oder Wohnungsunternehmen, die sie als Kapitalanlage betrachten. Im Bereich der Wohnimmobilien fragen ausländische private Investoren verstärkt Zweitwohnsitze nach.

Die Immobilie etabliert sich weltweit zunehmend als globale und fungible Assetklasse. Hierzu trugen sowohl neue Formen der indirekten Immobilienanlage bei wie Aktien bzw. REITs oder die Verbriefung von gewerblichen Immobilienkrediten (Mortgage Backed Securities, MBS), als auch die Entwicklung neuer Kapitalmarktprodukte mit dem Bezugsobjekt Immobilie (z. B. Zertifikate oder Derivate). Immobilien wurden zu einer Anlagekategorie, die heute mit anderen Assets um das weltweit zur Verfügung stehende Kapital im Wettbewerb steht. Als Folge der Dominanz der Finanzmärkte beeinflussen schließlich die Entwicklungen dieser Märkte nun wesentlich stärker die Immobilien-Investmentmärkte. Es gibt eine veränderte Sichtweise von Immobilien als Anlagevehikel. Die modernen Anlagestrategien der Immobilieninvestoren orientieren sich bei ihren Investitionsentscheidungen zunehmend an den Erfordernissen der Finanzmärkte. Immobilien werden nicht mehr bloß als Liegenschaften angesehen, die lange gehalten werden, sondern entwickeln sich vielmehr zu prinzipiell mobilen Assets, die in kürzeren Zeiträumen gekauft und verkauft werden können.

Die Wertentwicklung einer Immobilie hängt somit nicht mehr so stark von den Vermietungsergebnissen (Miete) ab, sondern wird weitaus stärker von den Finanzmärkten (Liquidität, Spreads) beeinflusst. Da durch neue Finanzierungsinstrumente Immobilien eine fungible Anlagealternative insbesondere für international tätige Investoren geworden sind, kann die Immobiliennachfrage steigen, wenn z. B. Anlagealternativen gerade eine Schwächephase durchlaufen und für die Anleger weniger attraktiv sind.

Im Zuge der Globalisierung ist auf Seiten der Investoren mit ihren vielfältigen Strategien ein größerer Bedarf an Finanzierungen mit unterschiedlichen Volumina und Strukturen festzustellen. Zusammen mit den Globalisierungsprozessen wirkte sich auch hier die zunehmende Bedeutung der Assetklasse Immobilien für internationale Anleger aus. Mit den globalen Investments einher geht der Einsatz immer differenzierterer Finanzierungsinstrumente. Früher erfolgten Immobilieninvestitionen vor allem mit dem Ziel, die erworbenen Objekte langfristig zu halten; die typische Form der Finanzierung waren Hypothekendarlehen. Diese wurden durch andere Finanzierungsformen ergänzt bzw. abgelöst, die aus dem Kapitalmarkt stammen. Im Rahmen des Real Estate Investment Bankings erfolgte die Verbindung von Immobilien- und Kapitalmarkt mit dem Erscheinen immer neuer Produkte. Beispiele hierfür waren die Asset Backed Securities (Verbriefungen) oder Versicherungsprodukte wie Kreditderivate, die es erlauben, Ausfallrisiken von Krediten zu handeln. Zusätzlich wurden mehr Möglichkeiten für Investitionen z. B. mithilfe von REITs geschaffen. War früher die Bonität des Kreditnehmers maßgeblich, steht heute vielfach die Ertragskraft der Immobilie im Mittelpunkt, da Immobilienfinanzierungen Non-Recourse (d. h.

mit geringeren oder keinen Absicherungen) vergeben werden. Zur Besicherung dienen die Immobilie und die aus ihrer Bewirtschaftung erzielbaren Cashflows.

4.2.2 Finanzmärkte

Im Globalisierungsprozess beeinflussen die internationalen Finanzmärkte immer stärker die Immobilien-Investmentmärkte. Zunächst geschah dies im angelsächsischen Raum, dann aber auch in Europa und Deutschland. Vorangetrieben wurde diese Entwicklung durch neue, international tätige Finanzmarktakteure, zu denen u. a. Banken und vor allem auch kurzfristig orientierte institutionelle Investoren gehörten.

Die institutionellen Investoren sind daran interessiert, in ihrem Portfolio diese Assets zu berücksichtigen. Die klassischen Eigenschaften der Immobilie mit dem Ruf als wertstabiles Investment mit guten Erträgen machten sie zu einem für die international tätigen Investoren interessanten Asset. Die Investoren haben dabei eine Vielzahl von Alternativen hinsichtlich der Qualität, den Standorten oder der Objektarten. Immobilien weisen darüber hinaus ein vielfältiges Rendite-Risiko-Profil auf und erhöhen die Diversifikationsmöglichkeiten im Portfolio.

4.2.3 Wirtschafts- und Einkommensentwicklung

Der Immobilien-Investmentmarkt wird eher indirekt von der Wirtschaftsentwicklung beeinflusst. Gleichwohl wird in der Wirtschaft die Grundlage für die Investments gelegt. In der Ökonomie werden die Einkommen bzw. die Vermögen erwirtschaftet, die u. a. gespart und dann in die verschiedenen Assets investiert werden können. Eines der potenziellen Investmentziele sind Immobilien, dabei entscheiden Investoren über die Anlage in verschiedene Assets aufgrund der zukünftigen Potenziale. Bei einem starken Wachstum der Wirtschaft steigt auch die Nachfrage nach Immobilien. Dies führt c. p. zu höheren Mieten und voraussichtlich zu höheren Preisen, was wiederum die Attraktivität von Immobilien als potenzielles Investment erhöht.

Immobilien werden für die Wirtschaft und deren Wachstum benötigt. Für eine höhere Produktion von Gütern und Dienstleistungen sind sowohl Produktionsimmobilien als auch Logistik- und Büroimmobilien notwendig. Aufgrund des höheren Einkommens werden ebenso mehr Einzelhandels- und Wohnimmobilien benötigt. Aus diesem Grund werden Unternehmen und private Haushalte c. p. mehr Immobilien kaufen, was zu steigenden Immobilienumsätzen führt.

Der Investmentmarkt kann schließlich von dem steigenden Einkommen profitieren. Die Nachfrage nach Immobilien sowohl zur Eigennutzung als auch als Kapitalanlage wird mit wachsendem Einkommen der Haushalte steigen. Zudem nimmt das potenzielle Kreditvolumen für die Immobilienfinanzierung zu, da mit höheren Einkommen die Kreditrestriktionen für die Haushalte seitens der Banken gelockert werden. Durch eine leichtere Immobilienfinanzierung wird die Nachfrage der Haushalte nach Immobilien steigen und c. p. zu höheren Preisen führen. Sind diese Entwicklungen nachhaltig, wird die insgesamt höhere Nachfrage auf dem Investmentmarkt zu vermehrten Anreizen für Investoren und Projektentwicklern führen, neue Immobilien zu bauen.

4.2.4 Demografische Entwicklung

Die demografische Entwicklung in Deutschland ist dadurch gekennzeichnet, dass die Menschen von der Anzahl weniger und gleichzeitig auch älter werden sowie durch Zuwanderungen. Dadurch steigt der Altenquotient, das Verhältnis zwischen den alten Menschen und denen im erwerbsfähigen Alter.

Vor diesem Hintergrund wird die private Altersvorsorge immer wichtiger. Eine Möglichkeit für die private Vorsorge ist die direkte oder indirekte Anlage in Immobilien. Dabei können Immobilien sowohl zur Selbstnutzung als auch als Kapitalanlage verwendet werden. Die privaten Anleger sehen Immobilien aus verschiedenen Gründen als eine bevorzugte Anlage an. Immobilien versprechen eine attraktive Anlage, die jährliche Einnahmen in Form von Mieten erwarten lässt. Derartige Anlagen in Wohnungen werden auch als Zinshäuser bezeichnet. Zum anderen erwarten sie eine langfristige Wertsteigerung, daher werden Immobilien auch als Betongold angesehen. Durch Immobilieninvestments als Altersvorsorge entsteht eine erhöhte Nachfrage nach Immobilien, die c. p. zu höheren Preisen führen wird. Um diese Vorteile realisieren zu können, stehen vor allem Core-Immobilien im Vordergrund.

Die im Zusammenhang mit der Demografie stehende Migration von Menschen hat weitere Auswirkungen auf die Investmentmärkte. Zum einen ist die Wanderungsbewegung nicht gleichgerichtet, sondern die Regionen sind unterschiedlich stark von Zu- oder Abwanderungen betroffen. In den Abwanderungsregionen sind vermehrt Anstrengungen für Verkäufe festzustellen, was den Druck auf die Preise erhöht. Bei den Zuwanderungsregionen wurden in den vergangenen Jahren insbesondere die Städte begünstigt, jedoch ist zwischen den verschiedenen Altersgruppen und den Wanderungsbewegungen zu unterscheiden. Die Bildungswanderer, die zur Ausbildung und zum Berufseinstieg in die Städte ziehen, sowie Flüchtlinge und Migranten sind eher der Gruppe der Mieter zuzuordnen. Dieser Gruppe fehlt vielfach das notwendige Kapital für Immobilienkäufe. Jedoch sind diese Wohnungen für Kapitalanleger (institutionelle und private) geeignet. Die Familienwanderer in den Altersgruppen von ungefähr 30 bis 45 Jahren ziehen vorwiegend aus den Städten fort und sind daher auf der Verkaufsseite zu finden.

4.2.5 Digitalisierung

Durch die digitalen Veränderungen können verschiedene Auswirkungen identifiziert werden, die sich unterschiedlich stark auf die unterschiedlichen Bereiche des Investmentmarktes auswirken können.

Auswirkungen auf Geschäftsmodelle

Neue Geschäftsmodelle in diesem Bereich können neben den PropTechs (Property und Technology) auch durch die FinTechs eröffnet werden. FinTech setzt sich aus den Wörtern Financial Services und Technology zusammen. Der Begriff bezeichnet Unternehmen und Anwendungen, die auf digitale Vernetzung bei Finanzdienstleistungen setzen. Vorangetrieben werden FinTechs vor allem von Start-up-Unternehmen, die innovative Dienste etwa in Form von Smartphone-Apps anbieten. Diese bieten neuartige Lösungen von Anwendungssystemen, die eine Neu- oder Weiterentwicklung im Finanzdienstleistungsbereich darstellen und sich auch auf die Immobilienmärkte auswirken. Begünstigt werden FinTechs von Entwicklungen im Bereich Data Science und Cloud-Computing

Durch die Digitalisierung kann es zu neuen Vertriebswegen kommen, wobei internetbasierte Transaktionsplattformen für Investments zur Kontaktaufnahme zwischen Verkäufer und Käufer dienen. In den letzten Jahren sind vermehrt Immobilienbörsen an den Markt gegangen. Darunter sind Angebotsplattformen zu verstehen, auf denen die Anbieter und die Nachfrager von Immobilien zusammenkommen. Diese Marktplätze sind zum größten Teil auf private Käufer spezialisiert, während eine deutlich geringere Zahl an Plattformen sich an institutionelle Investoren richtet. Darüber hinaus hat eine schnell wachsende Zahl von Maklern begonnen, eigene Internetseiten zur Präsentation des Immobilienangebotes aufzubauen. Beide Vertriebsmöglichkeiten werden häufig nicht substitutiv, sondern ergänzend genutzt. Übergreifende Immobilienbörsen und maklereigene Internetseiten dienen bislang vor allem als Marketinginstrument und weniger zur eigentlichen Abwicklung der Kauftransaktionen. Die Integration des Abwicklungsprozesses beschränkt sich im Regelfall auf strukturierte Kontaktformulare, mit denen der Kauf- bzw. Mietinteressent mit dem jeweiligen Anbieter per E-Mail in Verbindung treten kann.

Auch Immobilienfinanzierungen werden vermehrt über das Internet offeriert. Dabei handelte es sich primär um Angebote für die private Wohnungsfinanzierung. In einer ersten Phase hatten Banken, Bausparkassen und andere Finanzdienstleister Angebote in das Internet eingestellt. In einer zweiten Phase begannen dann übergeordnete Anbieter in der Funktion eines virtuellen Finanzierungsvermittlers (als Kreditmarktplätze), die Angebote mehrerer Baufinanzierungsanbieter zu vermarkten.

Die Digitalisierung führt weiterhin zu neuen Finanzierungsformen. Über das Internet wird Crowdfunding als Möglichkeit zur Finanzierung einer Immobilie oder einer Projektentwicklung angeboten. Es werden auf Online-Plattformen Vorhaben präsentieren, um Kapital einzuwerben. Beim Crowdfunding werden die Investoren finanziell am Projekterfolg beteiligt, wobei das Kapital aus Eigenkapital oder Nachrangdarlehen bestehen kann. Crowdlending (auch P2P Kredit genannt) bedeutet, dass die Crowd ihr Geld zu einem fest vereinbarten Zins über eine feste Laufzeit vergibt. Damit handelt es sich i. d. R. um nachrangiges Fremdkapital, das nur begrenzt eine Alternative zum klassischen Bankkredit darstellt.

Auswirkungen auf Geschäftsprozesse

Die Digitalisierung betrifft insbesondere die Abwicklung des Kauf- und Finanzierungstransaktion. Die wesentlichen Veränderungen im Immobiliengeschäft sind langfristig nicht im Vertrieb, sondern in der Veränderung der Arbeitsprozesse in der Organisation (Bearbeitung und Verwaltung) – sog. Backoffice-Prozesse – zu sehen. In der Bearbeitung der Kauftransaktionen und der Kreditabwicklung kommt es angesichts der Digitalisierung zu neuen oder veränderten Geschäftsprozessen. Digitale Akten und die volle Integration des Datenflusses können zu einer integrierten Prozesskette sowohl bei den Transaktionen als auch bei der Finanzierung führen, bei der Daten nur einmal eingegeben und dann weitgehend EDV-gestützt verarbeitet werden.

8.1.3 Nachhaltigkeit

Nachhaltig zertifizierte Immobilien haben sich in den letzten Jahren zunehmend zu einer bedeutenden Assetklasse bei Immobilienanlagen entwickelt. Insbesondere institutionelle Investoren orientieren sich in ihren Immobilienportfolios zunehmend an Objekten mit

Nachhaltigkeitszertifikaten. Dieser Trend wird sich fortsetzen, da die Investoren ein großes Potenzial für das Emittieren von nachhaltigen Immobilienanlageprodukten sehen.

Das Transaktionsvolumen mit zertifizierten Green Buildings (Einzeldeals) belief sich 2021 auf rund 12,4 Mrd. Euro. Das Investmentgeschehen mit Green Buildings hat sich damit deutlich dynamisch entwickelt als das gewerbliche Investmentvolumen insgesamt. Der Anteil zertifizierter Gebäude beläuft sich auf gut 26 Prozent und liegt damit auf einem Allzeithoch. Im Jahr 2008 lag der Anteil von Green Buildings noch bei lediglich gut 5 Prozent.

Neben den klassischen Investitionsziele einer Kapitalanlage ist auch vermehrt das Ziel der Nachhaltigkeit in den Fokus gerückt. Dabei werden verstärkt ökologische und soziale Faktoren bei den Entscheidungen berücksichtigt. Die Nachhaltigkeitskriterien der Objekte müssen mit den weiteren Kriterien der Investmentziele und -strategien wie Standort, Objektart und andere Aspekte übereinstimmen. Wirtschaftliche Überlegungen führen ebenfalls zum Kauf von nachhaltigen Immobilien. Es wird erwartet, dass sich mit nachhaltigen Immobilien langfristig mehr Einnahmen generiert werden können und auch die laufenden Betriebskosten niedriger ausfallen.

Schließlich erwarten die Anleger auch, dass diese Immobilien trotz höherer Investitionskosten langfristig einen höheren Werterhalt bieten. Nachhaltigkeit führt zu einer höheren Mieterzufriedenheit und einer steigenden Gebäudequalität, was sich langfristig auf den Gebäudewert niederschlagen soll.

Ebenfalls können gesetzliche Auflagen und Regulierungen dazu führen, dass Investoren diese Immobilienart kaufen. Diese Investoren sehen sich einem großen öffentlichen Interesse gegenüber und engagieren sich deswegen in diesen Immobilien.

gab.

9 Fazit

Literatur

Deutsche Bundesbank, Kredite für Immobilien, verfügbar unter:

https://www.bundesbank.de/dynamic/action/de/statistiken/zeitreihen-datenbanken/zeitreihen-datenbank/759778/759778?listId=www_s101_fsi_immobilien, abgerufen am 02.09.2021

Gondring, Hanspeter, Immobilienwirtschaft, Handbuch für Studium und Praxis, 3. Aufl., München 2013.

NORD/LB, Immobilienmärkte – Einflussfaktoren und Perspektiven, Hannover 2005.

Rat der Immobilienweisen, Jahresgutachten für die Immobilienwirtschaft, verschiedene Jahrgänge.

Rohmert, Werner, Vierzig Jahre Gewerbeimmobilienmarkt Deutschland, hrsg. von Jones Lang LaSalle, Frankfurt 2013.

Statistisches Bundesamt, diverse Statistiken, verfügbar unter: www.destatis.de

Vornholz, Günter, VWL für die Immobilienwirtschaft, 2. Aufl., Berlin 2014.

Vornholz, Günter, Internationale Immobilienökonomie – Globalisierung der Immobilienwirtschaft, München 2015.

Vornholz, Günter, Entwicklungen und Megatrends der Immobilienwirtschaft, München 2017.

„Wirtschaftsfaktor Immobilien 2009“: Autoren: Voigtländer, Michael und Markus Demary etc., „Wirtschaftsfaktor Immobilien – Die Immobilienmärkte aus gesamtwirtschaftlicher Perspektive“, Deutscher Verband für Wohnungswesen, Städtebau und Raumordnung e.V. (DV) und Gesellschaft für Immobilienwirtschaftliche Forschung e.V. (gif), Berlin 2009

„Wirtschaftsfaktor Immobilien 2013“: Autoren: Voigtländer, Michael und Tobias Just etc., Wirtschaftsfaktor Immobilien 2013 – Gesamtwirtschaftliche Bedeutung der Immobilienwirtschaft, Hrsg. Deutscher Verband für Wohnungswesen, Städtebau und Raumforschung e.V. (DV) und Gesellschaft für Immobilienwirtschaftliche Forschung, Berlin 2013.

„Wirtschaftsfaktor Immobilien 2017“, Autoren: Voigtländer, Michael und Tobias Just etc., Wirtschaftsfaktor Immobilien 2017, Gutachten für den Deutschen Verband für Wohnungswesen, Städtebau und Raumordnung e.V. und die Gesellschaft für Immobilienwirtschaftliche Forschung e.V., Berlin 2017.

Zentrale Immobilien Ausschuss (ZIA), Die Bedeutung der Immobilienwirtschaft in Zahlen, 2022, verfügbar unter: <https://zia-deutschland.de/project/bedeutung-der-immobilienbranche/>, abgerufen am 28.10.2022.

Autor

Günter Vornholz war 25 Jahre bei der Norddeutschen Landesbank (Abt. Volkswirtschaft) und deren Tochter Deutsche Hypo (Leiter Immobilien Research) sowie tätig als Professor für Immobilienökonomie in Bochum. Er hat mehrere Lehrbücher über Immobilienökonomie geschrieben. Prof. Vornholz ist heute Leiter der „ImmobilienResearch GmbH“.

Impressum

ImmobilienResearch Vornholz GmbH, Telgengarten 32, 59348 Lüdinghausen
Geschäftsführender Gesellschafter: Prof. Dr. Günter Vornholz
Tel.: +49 (0)151 – 5982 4662, www.immobilienresearch-vornholz.de
Sitz der Gesellschaft: Lüdinghausen | Handelsregister: Amtsgericht Coesfeld HRB 20748
Steuernummer: 333 / 5969 / 1623 | Umsatz Steuer ID: DE355400031

Disclaimer

Diese Veröffentlichung enthält lediglich Informationen allgemeiner Natur. Diese Informationen wurden nach bestem Wissen auf der Grundlage vorhandener oder in der Bearbeitungszeit zugänglicher Quellen erarbeitet. Es werden keine Garantien, Zusicherungen oder anderweitige, rechtsverbindliche Aussagen zu den in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen gegeben bzw. getroffen.

Lüdinghausen, September 2023

© ImmobilienResearch Vornholz GmbH. Alle Rechte vorbehalten.