

Global Markets Real Estate



**Immobilien-
Investmentmärkte
in Deutschland**

DEUTSCHE / HYPO
Ein Unternehmen der NORD/LB

Redaktionsschluss: 31. März 2013

Verantwortlich für den Inhalt: Deutsche Hypothekenbank

Ansprechpartner

Andreas Pohl · phone + 49 511 3045-310 · email: andreas.pohl@deutsche-hypo.de

Prof. Dr. Günter Vornholz · phone + 49 511 3045-640 · email: guenter.vornholz@deutsche-hypo.de
(V.i.S.d.P.; Markt-Analyse)



Andreas Schulten · BulwienGesa AG · phone + 49 30 278768-0 · email: schulten@bulwiengesa.de

www.Deutsche-Hypo.de

Gliederung

Management Summary	4
1. Der Immobilien-Investmentmarkt	5
2. Die Entwicklung des Immobilien-Investmentmarktes	7
2.1 Die globale Entwicklung	7
2.2 Der Immobilien-Investmentmarkt in Deutschland	10
3. Die Akteure des Immobilien-Investmentmarktes	12
3.1 Ausländische Investoren	12
3.2 Fonds	13
3.3 Versicherungen und Pensionskassen	15
3.4 Immobilien AG's und REITs	15
4. Preisdeterminanten für Immobilien	16
4.1 Die gesamtwirtschaftliche Entwicklung	16
4.2 Die demographische Entwicklung	18
4.3 Lage und Objekt	19
4.4 Investmentmarkt	20

Management Summary

Der Immobilien-Investmentmarkt, der die gewerblichen Transaktionen institutioneller Anleger erfasst, wurde von allen Immobilienmärkten am stärksten von der Finanz- und Wirtschaftskrise getroffen. Das Investmentvolumen brach in deren Folge ein und erst seit Ende 2009 ist ein stetiger Anstieg wieder zu verzeichnen. Sowohl das Investmentvolumen weltweit als auch in Deutschland wiesen dabei das gleiche Verhaltensmuster auf. Entsprechend veränderten sich auch die Renditen für die einzelnen Nutzungsarten und Standorte. Die detaillierten Ergebnisse werden im folgenden 1. Kapitel dargestellt.

Wer sind die wesentlichen Player auf dem Markt? Im 2. Kapitel geht diese Studie auf die verschiedenen Akteursgruppen auf dem Immobilien-Investmentmarkt ein. Einen wesentlichen Einfluss auf das Investmentvolumen und dessen Entwicklung haben die ausländischen Investoren. Diese traten zum ersten Mal im Jahr 2004 wesentlich auf diesem Markt in Erscheinung, als sie zunächst Wohnungsportfolios und anschließend auch gewerbliche Portfolios erwarben. Die zweite wichtige Gruppe sind die verschiedenen Arten von Fonds, die hier zusammengefasst analysiert werden. Weitere betrachtete Akteursgruppen sind die Versicherungen (einschließlich Pensionskassen) und die verschiedenen Aktiengesellschaften, die im Immobiliengeschäft aktiv sind. Die Aktivitäten dieser Akteure schwankten im Zeitablauf erheblich und hatten deutliche Auswirkungen auf den Immobilien-Investmentmarkt in Deutschland.

Was sind die Treiber der Wertentwicklung von Immobilien? Dazu wird im abschließenden dritten Kapitel auf die Wert- und Renditebestimmung von Immobilien des Investmentmarktes eingegangen. Hierfür sind im Wesentlichen drei verschiedene Einflussfaktoren verantwortlich. Zum einen ist die Situation auf dem Vermietungsmarkt mit dem entsprechenden Angebot und Nachfrage. Wichtig ist dabei auch die Einwirkung makroökonomischer Faktoren wie der ökonomischen oder demographischen Entwicklung. Dadurch werden über die Miete und

die Leerstände der Cash-Flow bestimmt. Zum anderen sind es die Objekt- und Standortfaktoren, die sich auf den Preis auswirken. Schließlich sind es die Einflussfaktoren des Immobilien-Investmentmarktes, die den Wert und dessen Entwicklung determinieren.

1. Der Immobilien-Investmentmarkt

Nach wie vor existiert keine einheitliche, allgemein akzeptierte Definition des „Immobilien-Investmentmarktes“. Dies führt in der Folge dazu, dass je nach Fokus einer Marktanalyse unterschiedliche Abgrenzungen des Marktes vorgenommen werden. Aus dieser mangelnden Trennschärfe resultieren je nach Studie unterschiedliche Ergebnisse und Marktdaten (z.B. bezüglich des Investmentvolumens). Allen Analysen des gewerblichen Immobilien-Investmentmarktes gemeinsam ist jedoch, dass nur solche Transaktionen berücksichtigt werden, bei denen die jeweiligen Akteure eine Rendite realisieren wollen. Diese resultiert einerseits aus Vermögenszuwächsen durch Wertsteigerungen der Objekte oder andererseits aus Mieteinnahmen. Der Erwerb einer Immobilie zur Selbstnutzung ist demnach nicht das Ziel dieser Investments.

Im Rahmen der vorliegenden Studie wird primär der gewerbliche Immobilien-Investmentmarkt betrachtet, welcher Transaktionen gewerblich genutzter Immobilien durch institutionelle Investoren umfasst. Private Kleinanleger werden somit nicht weiter berücksichtigt, wohl aber Family Offices. Entscheiden sich institutionelle Investoren für eine Kapitalanlage in Immobilien, kommen neben Gewerbeimmobilien auch Woh-

nungsportfolios als alternatives Asset in Frage. Dieser Tatsache wird dadurch Rechnung getragen, dass die Transaktionen von Wohnungsportfolios, welche häufig eine hohe öffentliche Aufmerksamkeit erfahren, separat berücksichtigt bzw. ausgewiesen werden.

Die Höhe und Entwicklung der Transaktionen auf dem Immobilien-Investmentmarkt werden mittelbar auch durch die Entwicklung des Kapitalmarktes bestimmt. Immobilien als Anlageform sind mittlerweile etablierter Teil des Kapitalmarktes und konkurrieren hier mit alternativen Assets wie Aktien oder Staatspapieren. Die Liquidität der Marktteilnehmer sowie vorhandene Renditespreads sind die für die Wahl der Anlagealternative relevanten Größen (vgl. Schaubild 1). Zudem spielt die jeweilige Portfoliostrategie der Akteure und deren Risikoverhalten eine wichtige Rolle. Der resultierende Immobilienpreis ergibt sich als Ergebnis der Verhandlungen von Anbietern und Nachfragern.

Die Rendite einer Immobilienanlage wird neben dem Preis durch den Cash-Flow bestimmt, welcher aus den Mieteinnahmen eines Objektes folgt. Die langfristige Vermietung und Vermietbarkeit ist damit Grundlage für einen stabilen Cash-Flow und folglich für die Renditeerwartungen. Sinkende Leerstände bei steigenden Preisen und Mieten sind dann beispielsweise für Projektentwickler ein Signal für die Erweiterung des Angebotes durch

Immobilien-Investmentmarkt

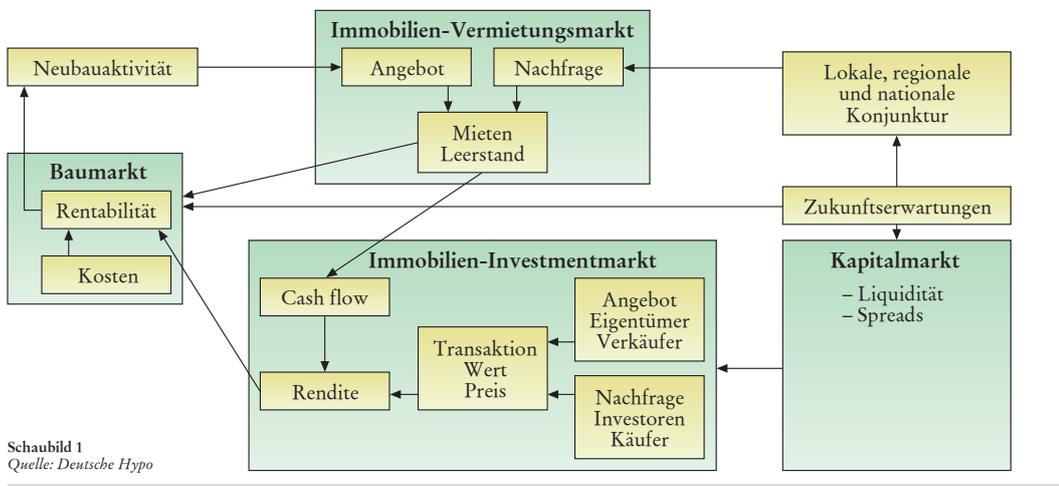
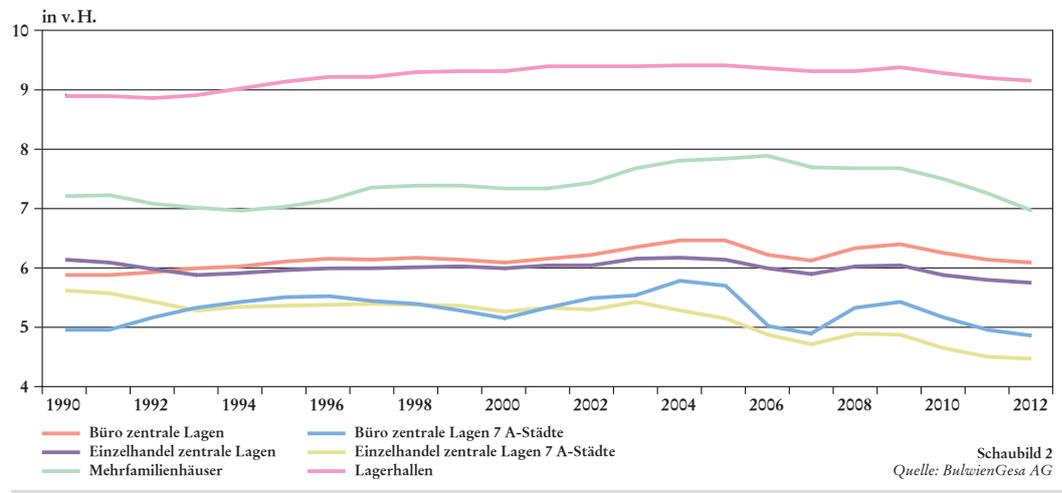


Schaubild 1
Quelle: Deutsche Hypo

Nettoanfangsrenditen nach Objektart in Deutschland



Neubauaktivitäten oder, soweit möglich, die Konversion von bestehenden Immobilien in eine andere Nutzungsart. Neben dem Cash-Flow ist auch die Wertentwicklung eines Objektes für dessen Gesamtrendite relevant, insbesondere wenn bei Anlage eine Trading-Strategie verfolgt wird.

In Schaubild 2 sind die Nettoanfangsrenditen verschiedener Objektarten für den deutschen Markt zusammengestellt. Die Nettoanfangsrendite ergibt sich aus dem Quotienten der anfänglich geplanten Nettomiet-Reineinnahmen und dem Gesamtkaufpreis eines Objektes, wobei im Schaubild die Durchschnittswerte der jeweiligen Objekttypen und -lagen dargestellt sind.

Am deutlichsten zeigen sich die Wirkungen der internationalen Finanzkrise in den Nettoanfangsrenditen bei Büroimmobilien in den A-Standorten. Hier zogen die Preise im Verlauf des Immobilienbooms in der Mitte der letzten Dekade getrieben durch die Nachfrage insbesondere ausländischer Investoren spürbar an, so dass die Renditen deutlich sanken. Weniger betroffen zeigten sich Einzelhandelsimmobilien und Mehrfamilienhäuser, die einen im Vergleich zu den Büroimmobilien geringeren Rückgang der Nettoanfangsrendite aufwiesen. Kaum einen Effekt hatte die Krise auf die Rendite von Lagerhäusern, die sich über den gesamten Beobachtungszeitraum als relativ stabil erweist. Die Spannweite beträgt hier insge-

samt gerade einen halben Prozentpunkt in 22 Jahren. Seit 2009 ist bei allen dargestellten Objektarten und Standorten mehr oder weniger ein ausgeprägter Rückgang der Nettoanfangsrendite erkennbar, welcher bei den Mehrfamilienhäusern die größte Dynamik aufweist.

Gerade im letzten Quartal des vergangenen Jahres (und hier besonders in den letzten Wochen) gewann der deutsche Immobilien-Investmentmarkt eine für viele Analysten unerwartete Dynamik. Insgesamt wurden im Bereich Gewerbeimmobilien im vierten Quartal 2012 Transaktionen in Höhe von 10,3 Mrd. € getätigt. Dies entspricht einem Anteil am gesamten Transaktionsvolumen des Jahres von beachtlichen 34,6 v.H. Die vorliegende Studie geht zunächst auf die Entwicklung des Marktes ein. Da diese von verschiedenen Akteuren mit z.T. deutlich unterschiedlichen strategischen Ansätzen bestimmt wird, widmet sich ein weiteres Kapitel der Analyse dieser verschiedenen Marktakteure. Für deren Entscheidung zum Kauf- oder Verkauf eines Objektes oder Portfolios ist dessen Wert und die erwartete Wertentwicklung eine entscheidende Größe. Aus diesem Grund werden in der Folge die wertbestimmenden Faktoren einer Immobilie und deren Wirkungen auf den Immobilienpreis untersucht.

2. Die Entwicklung des Immobilien-Investmentmarktes

Weltweit hat das Transaktionsvolumen des Immobilien-Investmentmarktes heute in etwa wieder das Niveau des Jahres 2006 erreicht (vgl. Schaubild 3). Der direkte Schock im Anschluss an die internationale Finanzkrise scheint damit überwunden. Da es sich hier um einen global vernetzten Markt handelt, wird zunächst auf die globale Entwicklung eingegangen, bevor im Anschluss der deutsche Immobilien-Investmentmarkt näher betrachtet wird.

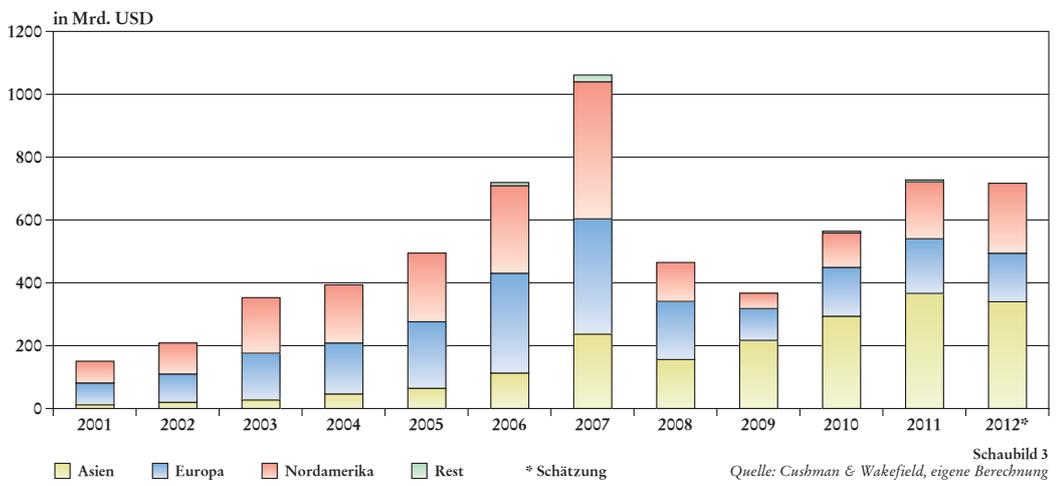
2.1 Die globale Entwicklung

Nach wie vor existieren keine amtlichen Statistiken, welche präzise Daten zum Geschehen auf den globalen Immobilien-Investmentmärkten liefern. Deshalb wird für Marktanalysen noch immer auf Daten von Maklern oder Analysten zurückgegriffen, die jedoch weitgehend nicht nach einheitlichen Erhebungsstandards ermittelt werden. Diese unterscheiden sich häufig durch die unterschiedlichen Abgrenzungen bei Gewerbeimmobilien oder hinsichtlich der Erfassung von Transaktionen bei Developmentprojekten.

Ein weiteres Problem hinsichtlich der Vergleichbarkeit der ermittelten Transaktionsvolumina ist die notwendige Verwendung von Wechselkursen. Üblicherweise werden die Transaktionen nur teilweise direkt in US-Dollar (USD) ausgewiesen und müssen daher mit Hilfe eines Wechselkurses umgerechnet werden. Damit können Wechselkurschwankungen das Transaktionsvolumen in USD deutlich beeinflussen. Wertet beispielsweise der USD gegenüber dem EUR ab, führt dies bei konstantem EUR- zu einem steigenden USD-Transaktionsvolumen, obwohl sich auf der Transaktionsseite im Euroraum nichts verändert hat.

Bis zum Jahr 2007 nahm der globale Immobilien-Investmentmarkt in der ersten Hälfte des vergangenen Jahrzehnts eine rasante Entwicklung. Nach Angaben von Cushman & Wakefield erreichte das Transaktionsvolumen hier den Höchststand von beachtlichen 1.061 Mrd. USD. Im Zuge der internationalen Finanzkrise brach das Volumen bis zum Jahr 2009 um 65,5 v.H. auf nur noch 366 Mrd. USD ein. Dieser Stand bedeutete aber zugleich auch die Talsohle der Krise, die Transaktionen erreichten dabei das Volumen des Jahres 2003. Dieses Jahr war gekennzeichnet durch eine Konzentration der Anleger auf ihre jeweiligen Binnenmärkte. Der Anteil der grenzüberschreitenden Käufe sank auf gerade mal ein Fünftel der Transaktionen des Vorjahres. Besonders betroffen von diesem veränderten Anlage-

Globaler Immobilien-Investmentmarkt



verhalten waren die eher risikoreichen Emerging-Markets in Lateinamerika, Europa und Asien.

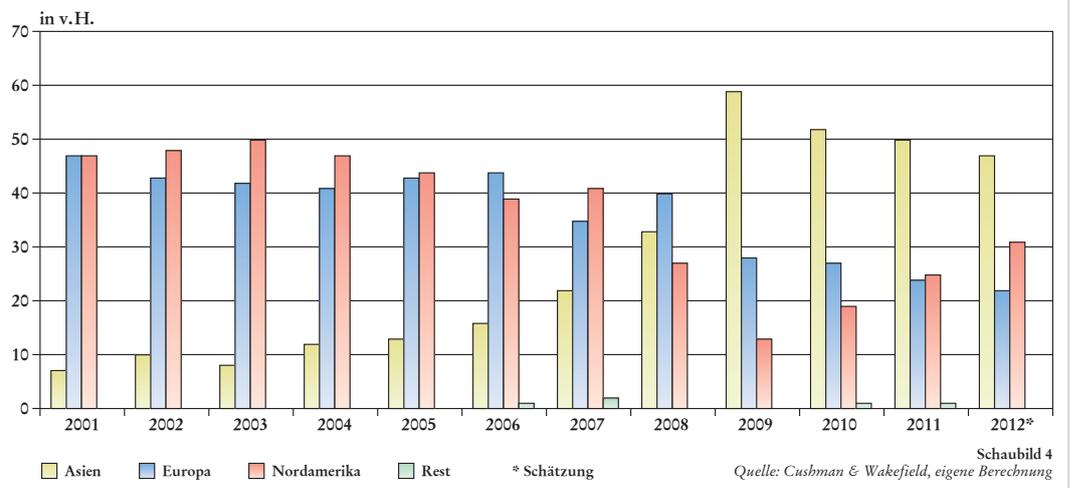
Seit 2010 ist jedoch eine Erholung des globalen Immobilien-Investmentmarktes zu beobachten, dessen Transaktionsvolumen im Jahr 2012 mit 716 Mrd. USD zwar nicht das Boom-Niveau des Jahres 2007 erreichte, aber in etwa auf dem Niveau des Jahres 2006 lag. Dass dieses Niveau wieder erreicht werden konnte, lag insbesondere an den im vierten Quartal des vergangenen Jahres getätigten Transaktionen. Allein ein Drittel des globalen Jahresvolumens entfielen nach Angaben von Jones Lang LaSalle auf das letzte Quartal 2012.

Diese Entwicklung der globalen Transaktionsvolumina entspricht der Analyse eines typischen Investmentbooms, wie sie von Charles Kindleberger beschrieben worden ist. Im Jahr 2003 setzt die Phase der „Euphorie“ ein, in welcher die Marktteilnehmer neue Finanzinstrumente etablieren, um zusätzliche Liquidität zu schaffen. Die Jahre 2006 und 2007 zeigen die Charakteristika der „Manie“, in welcher es zu Überhitzungen und Blasenbildungen kommt. Betroffen hiervon waren insbesondere die Immobilienmärkte der USA, Großbritanniens und Spaniens. Der Zusammenbruch der Investmentbank Lehman Brothers im September 2008 war das Zeichen für den Beginn der Phase der Besorgnis („Revulsion“).

Dies setzte eine abwärts gerichtete Entwicklung in Gang („Panic“), die ihr Ende im Erreichen der Talsohle des Jahres 2009 fand. Diese Talfahrt konnte durch das Eingreifen der verschiedenen Regierungen im Rahmen der „Bankenrettungen“ und der Zentralbanken durch die Bereitstellung von zusätzlicher Liquidität gestoppt werden, so dass die Entwicklung des Immobilien-Investmentmarktes die daraufhin erfolgte Trendwende deutlich zeigt.

Die drastische Entwicklung des globalen Immobilien-Investmentmarktes blieb auch für die regionale Verteilung des Transaktionsvolumens nicht ohne Folgen. Zur Verdeutlichung ist diese in Schaubild 4 noch einmal gesondert dargestellt. Im Boomjahr 2007 entfiel mit 41 v.H. ein Großteil der Transaktionen auf Nordamerika. Europa folgte mit 35 v.H., Asien erreichte 22 v.H., 2 v.H. entfielen auf die übrigen Regionen. Obwohl die Transaktionen im Jahr 2009 um beachtliche 65,5 v.H. abnahmen, konnte Asien seinen Anteil am verbleibenden Rest auf 59 v.H. steigern. Europa verlor dagegen sieben Prozentpunkte, nachdem es zunächst 2008 trotz der Krise seinen Anteil um fünf Prozentpunkte steigern konnte. Nordamerika, wo die Krise begonnen hatte, fiel auf einen Anteil von nur noch 13 v.H. zurück, was einem Transaktionsvolumen von nur 46 Mrd. USD entsprach (zum Vergleich 2007: 437 Mrd. USD).

Anteile am globalen Immobilien-Investmentmarkt



Seit 2009 hat Asien zwar wieder leicht an Anteilen am globalen Immobilien-Investmentvolumen verloren, seit diesem Jahr kann es aber jeweils den größten Teil der Transaktionen für sich verbuchen. Der zu beobachtende Rückgang des Anteils Asiens liegt vor allem am Wiedererstarben des amerikanischen Investmentmarktes, auf welchen 2012 31 v.H. der Transaktionen entfielen. In Folge der anhaltenden Unsicherheiten in der Eurozone hat Europa Anteile am Transaktionsvolumen kontinuierlich verloren. Wurden hier 2009 noch 28 v.H. erreicht, sank dieser Anteil bis 2012 auf 22 v.H. Gerade der Rückgang des vergangenen Jahres ist dabei allerdings auf die schwache Entwicklung des Euro gegenüber dem USD zurückzuführen. In Euro bewertet erreichte das Transaktionsvolumen den Wert des Jahres 2011.

Auch die Entwicklung der Rendite für Immobilieninvestments in den Weltregionen zeigt deutlich den Effekt der internationalen Finanzkrise (vgl. Schaubild 5). Nach dem Boomjahr 2007 steigen in allen Regionen die Renditen. Am deutlichsten in Nordamerika, wo sie bis 2009 um 1,5 Prozentpunkte anstiegen.

In Europa stagnierte die Renditeentwicklung im selben Zeitraum, in Asien war bereits ein leichter Rückgang zu beobachten. Seit 2009 sinken allerdings in allen drei betrachteten Regionen die Renditen, wobei diese in Asien zuletzt auf dem niedrigsten Niveau lagen.

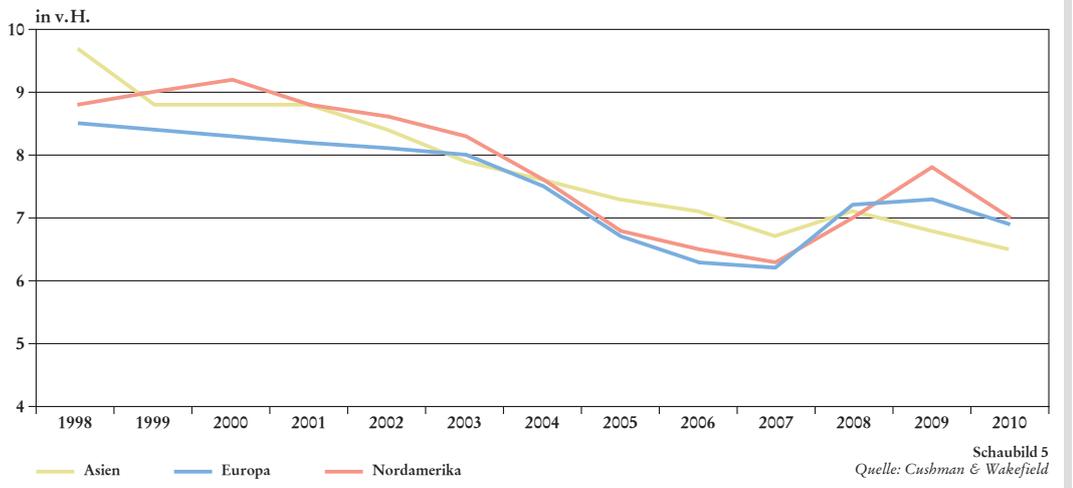
Die Hälfte der weltweiten Transaktionen entfielen nach Angaben von Jones Lang LaSalle 2012 auf Büroimmobilien. Mit einem Anteil von 24 v.H. folgen Einzelhandelsimmobilien auf Platz zwei. An dritter Stelle liegen Logistik und Industrieimmobilien. Wohnimmobilien, die hier auch berücksichtigt werden, bilden das Schlusslicht.

Die höchsten Renditen werden in allen drei betrachteten Regionen jeweils im Logistics/Industrial-Segment erwartet, da die Investoren hier das höchste Risiko sehen (vgl. Schaubild 6). In Europa und Asien folgen Einzelhandelsinvestments an zweiter Stelle. Erst auf Platz drei folgen die Büroimmobilien, lediglich in den USA liegen diese an zweiter Stelle. Renditen für Wohnimmobilien sind in Europa und Asien am Ende der Reihe, lediglich in den USA rangieren Sie auf Platz drei, hier bilden die Einzelhandelsimmobilien das Renditeschlusslicht.

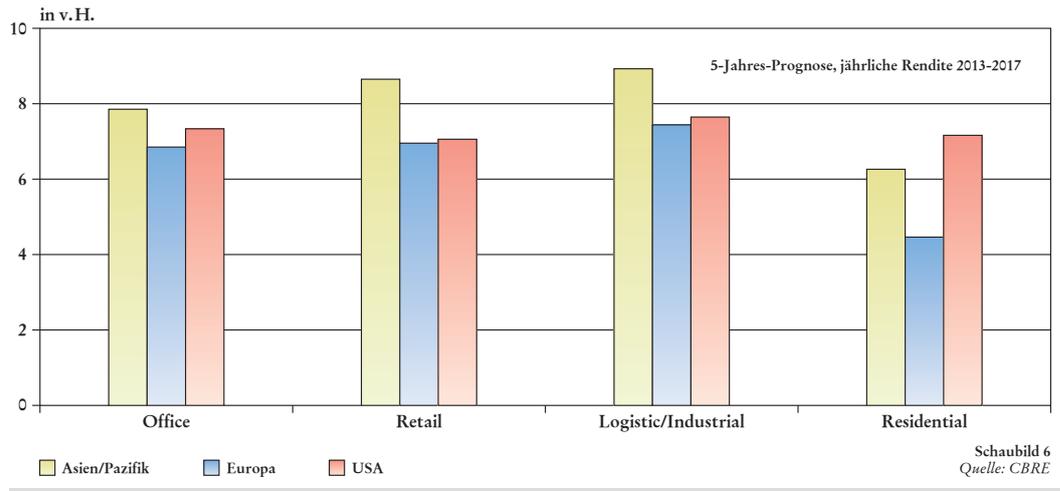
Die durchschnittlich höchste Rendite wird mit 8,2 v.H. in Asien prognostiziert, es folgen die USA mit 7,3 v.H. und schließlich Europa mit 6,7 v.H. Der Spitzenplatz Asiens spiegelt zum einen den weiterhin hohen Bedarf an modernen Immobilien auf dem Kontinent wider, zum anderen aber auch das mit Emerging Markets verbundene Risiko sowie die in Relation zu reiferen Märkten günstigeren Preise.

Für das Jahr 2013 wird eine weitere Erholung des globalen Immobilien-Investmentmark-

Renditen nach Weltregionen



Core Returns nach Objektart

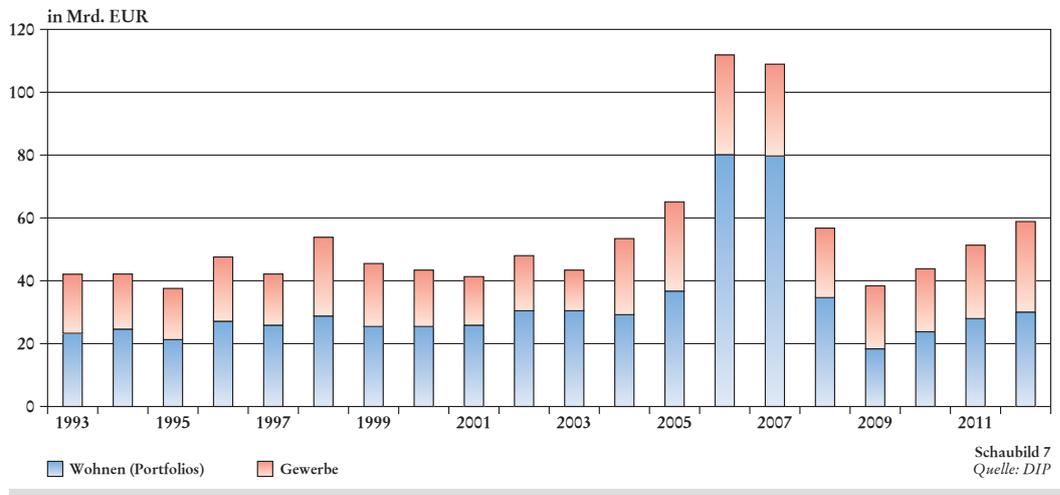


tes erwartet. Insgesamt nimmt das Vertrauen der Marktteilnehmer in der Erholungsphase weiter zu, auch getragen durch das Momentum des vierten Quartals 2012. Zudem bleiben die Leitzinsen auf ihrem historisch niedrigen Niveau und entlasten damit deutlich die Finanzierungsseite. Die Rückkehr risikoreicherer Anlagestrategien und das begrenzte Angebot an Core-Immobilien bei weiterhin vorhandener internationaler Überschussliquidität deuten mittelfristig aber auch durchaus auf Überhitzungsgefahren hin.

2.2 Der Immobilien-Investmentmarkt in Deutschland

Das Grundmuster der Entwicklung des globalen Transaktionsvolumens zeigt sich auch für den deutschen Immobilien-Investmentmarkt. Nach dem Boomjahr 2007 folgte die Krise, welche 2009 mit einem Transaktionsvolumen von 38,4 Mrd. EUR (2007: 108,7 Mrd. EUR) ihren Tiefpunkt erreichte (vgl. Schaubild 7). Bei den Gesamttransaktionen des Jahres 2012 hat sich der Anteil der Wohnportfolios um gut 3 Prozentpunkte auf 49,2 v.H. erhöht. Zwar verloren Gewerbeimmobilien damit relativ an Gewicht, konnten absolut aber dennoch um 2 Mrd. EUR (+ 8 v.H.) zulegen.

Der deutsche Immobilien-Investmentmarkt



Im Verlauf der 1990er Jahre zeigte sich der deutsche Immobilien-Investmentmarkt als vergleichsweise stabil und dominiert von inländischen Anlegern. Ab dem Beginn des folgenden Jahrzehnts traten vermehrt auch ausländische Investoren auf, vor allem international aktive private Beteiligungsgesellschaften (Private-Equity-Fonds). Diese verfolgten nicht die für inländische Investoren charakteristische traditionelle „buy and hold“-, sondern eher eine „buy and sell“-Strategie. Die Portfoliotransaktionen der ausländischen, opportunistisch orientierten Anleger waren ein maßgebender Faktor der dynamischen Entwicklung bis zum Jahr 2007. Deren Anteil am gesamten Transaktionsvolumen erreichte hier beachtliche 65,7 v.H. Eine Vielzahl der Transaktionen war zu der Zeit begünstigt durch die niedrigen Kapitalmarktzinsen leverage-getrieben, um durch einen hohen Fremdkapitalanteil die Eigenkapitalrendite zu erhöhen.

In Folge der internationalen Finanzkrise brach das Transaktionsvolumen auf die bereits genannten 38,4 Mrd. EUR im Jahr 2009 ein. Seit der Durchquerung dieser Talsohle ist der Immobilien-Investmentmarkt allerdings in einer stetigen Erholungsphase, so dass 2012 mit 58,8 Mrd. EUR ungefähr das Volumen des Jahres 2004 erreicht werden konnte (jeweils inkl. Wohnimmobilienportfolios). Verantwortlich für dieses Ergebnis war insbesondere das vierte Quartal 2012, auf welches 35 v.H. des gesamten Transaktions-

volumens entfielen. Allein in diesem Quartal wurde annähernd das Transaktionsvolumen des kompletten Jahres 2009 erreicht. Die vier größten Portfoliotransaktionen machten dabei 27 v.H. des Quartalsvolumens aus und wurden alle von ausländischen Investoren durchgeführt. Hier zeigt sich deutlich, dass der deutsche Immobilienmarkt auf Anlegerseite als „sicherer Hafen“ gesehen wird.

Dies zeigt auch die Konzentration der Investments auf die A-Standorte (Berlin, Köln, Düsseldorf, Frankfurt a.M., Hamburg, Stuttgart, München) in Deutschland. Auf diese entfielen 2012 57,1 v.H. des gesamten Transaktionsvolumens bei den gewerblich genutzten Immobilien. Dabei nahm Berlin mit 4,3 Mrd. EUR die Spitzenposition ein. München und Frankfurt a.M. folgen mit 3,6 bzw. 3,1 Mrd. EUR. Auf Hamburg und Düsseldorf entfielen 1,9 Mrd. EUR bzw. 0,8 Mrd. EUR. Hier war ein Rückgang von 9 bzw. 22 v.H. zu verzeichnen, wobei dies insbesondere durch außergewöhnlich hohe Transaktionen des Vorjahres begründet war. Den Schluss bilden schließlich Köln mit 0,8 Mrd. EUR und Stuttgart mit 0,3 Mrd. EUR.

Bei den Gewerbeimmobilientransaktionen dominieren nach wie vor die Büroimmobilien mit einem Anteil von 44 v. H., was einem Anstieg um 35 v.H. gegenüber dem Vorjahr entspricht (vgl. Schaubild 8). An zweiter Stelle folgen die Einzelhandelsimmobilien

Anteile am gewerblichen Transaktionsvolumen 2012

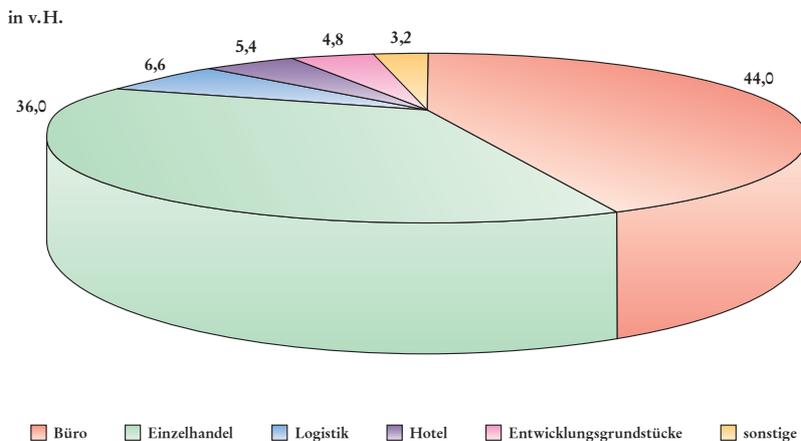


Schaubild 8
Quelle: CBRE

mit einem Umsatz von 9,15 Mrd. EUR, welche 2011 noch den größten Anteil ausmachten (45 v.H.). Eine deutliche Steigerung mit 83 v.H. konnte der Bereich Logistikimmobilien verbuchen, der damit auf einen Anteil von 7 v.H. kommt. Dies spiegelt die Einstufung Deutschlands als einen weltweit führenden Logistikstandort wider.

Für das laufende Jahr wird eine moderate Fortsetzung der Erholung des Immobilien-Investmentmarktes in Deutschland erwartet. Im Fokus der Anleger werden weiterhin Core-Immobilien in A-Lagen als vergleichsweise sichere Investments stehen. Da deren Angebot limitiert ist, wird es in diesem Segment zu weiteren Preissteigerungen kommen. Aus diesem Grund werden auch risikoreichere Investments in B-Lagen oder Objekten mit Leerständen für die Anleger attraktiv. Dies gilt umso mehr, als Anlagealternativen nicht zu interessanten Renditen realisierbar sein werden, was der Rendite-Spread zwischen Bundesanleihen und Immobilienanlagen zeigt. Dies bedeutet zugleich auch die Rückkehr risikoreicherer Anlagestrategien auf den deutschen Immobilien-Investmentmarkt.

3. Die Akteure des Immobilien-Investmentmarktes

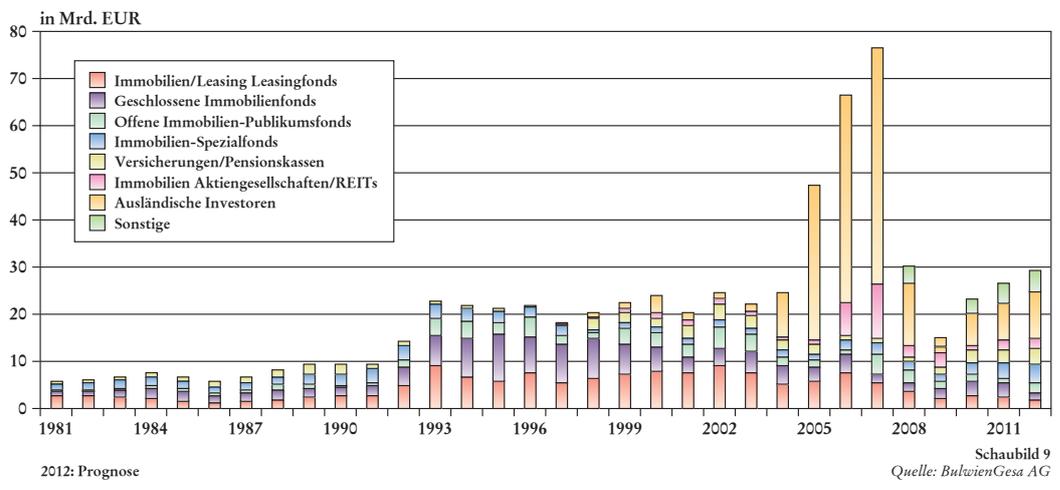
Auf Seiten der Investoren zeigt sich, dass der deutsche Immobilien-Investmentmarkt international hohes Vertrauen genießt. 2012 legte der Anteil ausländischer Investoren auf knapp 40 v.H. zu, nachdem er im Krisenjahr 2009 auf 8 v.H. zurückgegangen war (vgl. Schaubild 9).

Neben den ausländischen Investoren konnte 2012 keine andere institutionelle Anlegergruppe eine dominierende Position einnehmen, die Anteile zeigen sich hier breit gestreut. Als belastender Faktor z.B. für die geschlossenen Immobilienfonds zeigte sich die Unsicherheit bezüglich des zukünftigen regulatorischen Rahmens in Zusammenhang mit der Umsetzung der europäischen AIFM-Richtlinie.

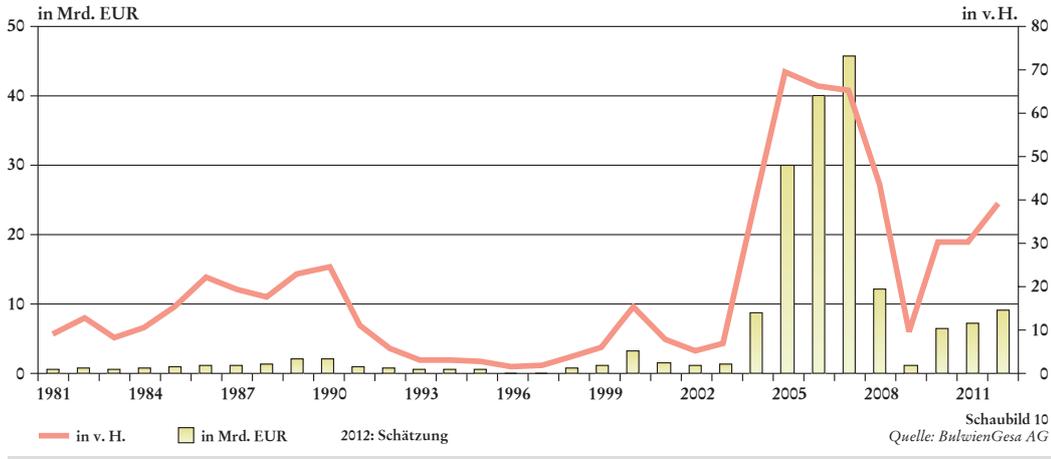
3.1 Ausländische Investoren

Der Anteil ausländischer Investoren am Transaktionsvolumen institutioneller Anleger konnte in Deutschland im Jahr 2012 einen deutlichen Anstieg um gut 30 v.H. verzeichnen und erreichte damit absolut betrachtet in etwa wieder das Niveau des Jahres 2004 (vgl. Schaubild 10). Nach dem Tiefpunkt des ausländischen Engagements im Jahr 2009 mit einem Anteil von 8 v.H. ist dies ein gewichtiges Indiz für die Attraktivität Deutschlands

Deutschland: Investmentvolumen institutioneller Anleger



Deutschland: Investmentvolumen und -anteile institutioneller ausländischer Anleger



als Standort für Immobilieninvestments. Ausländische institutionelle Anleger sind damit auch die größte Investorengruppe am deutschen Immobilien-Investmentmarkt.

Bei den ausländischen Investoren handelt es sich zumeist um Private Equity Gesellschaften. Diese sammeln außerhalb der Börsen Beteiligungskapital für Immobilieninvestments. Sie verfolgen generell eine opportunistische Anlagestrategie, die auf Wertsteigerungen und damit einen flexiblen Exit gerichtet ist. Zur Steigerung der Eigenkapitalrendite nutzen diese Gesellschaften den Leverage-Effekt, was zu hohen Anteilen von Fremdkapital bei der Finanzierung von Objekten führt („Leveraged Buy Out“ – LBO). Voraussetzung hierfür ist eine Marktkonstellation, in welcher die Gesamtkapitalrendite größer als die Fremdkapitalzinsen ist und der Cash-Flow des Objektes ausreicht, um die Verbindlichkeiten zu bedienen.

Gerade der deutsche Immobilienmarkt mit seinem stabilen gesamtwirtschaftlichen Umfeld und der dynamischen Preisentwicklung von Core-Immobilien an den A-Standorten ist für Private Equity Gesellschaften daher ein äußerst attraktiver Zielmarkt. Dies gilt umso mehr, als andere Standorte diese Eigenschaften nicht in gleicher Weise bieten und zudem alternative Kapitalmarktinvestments derzeit wenig wettbewerbsfähig sind.

Schwierig gestaltet sich allerdings die Beschaffung des für die LBO's erforderlichen

Fremdkapitals – dies gilt generell allerdings auch für alle anderen fremdfinanzierten Marktakteure am Immobilien-Investmentmarkt. In Folge der Finanz- und Wirtschaftskrise ist die Kreditvergabepraxis der Banken restriktiver geworden, viele Institute haben sich sogar ganz aus der Finanzierung zurückgezogen, da sie u.a. den durch Basel III verschärften Eigenkapitalanforderungen nicht nachkommen können.

Eine alternative Möglichkeit der Bereitstellung von Fremdkapital stellen Immobilienkreditfonds („Debt Funds“) dar, welche seit einiger Zeit intensiv diskutiert werden. Hierbei kooperieren Banken und Fremdkapitalgeber miteinander. Die Banken bieten dabei eine Kompetenz- und Abwicklungsplattform für die Kreditvergabe, die Fremdkapitalgeber bringen neben dem Kapital spezifisches Immobilien-Know-how in die Partnerschaft ein. Auf diese Weise kann den Akteuren am Immobilien-Investmentmarkt wieder mehr Fremdkapital zur Verfügung gestellt werden. Immobilienkreditfonds werden allerdings bei der Kreditvergabe nicht die Lücke füllen können, welche durch den Rückzug einiger Banken entstanden ist.

3.2 Fonds

Geschlossene Immobilienfonds erreichten in Deutschland 2012 ein Transaktionsvolumen von 1,5 Mrd. EUR, was einem Anteil von 5,9 v.H. entspricht (ohne Immobilien-

Leasingfonds). Im Vergleich zum Vorjahr stellt dies einen deutlichen Rückgang von 50 v. H. dar, was auf die Unsicherheit bezüglich des zukünftigen regulatorischen Rahmens zurückzuführen ist.

Bei geschlossenen Immobilienfonds wird eine vorgegebene Kapitalmenge bspw. zum Kauf einer oder mehrerer Immobilien eingesammelt. Ist dieses Volumen erreicht oder der Platzierungszeitraum abgelaufen, wird der Fonds „geschlossen“. Es gibt seitens des Fonds keine Verpflichtung, Anteile jederzeit zurückzunehmen. Zudem gibt es alternativ auch keinen hinreichend liquiden Zweitmarkt für die emittierten Fondsanteile. Aus dieser Konstruktion ergibt sich das klassische „Buy-and-Hold“ als die typische Anlagestrategie geschlossener Fonds, so dass die Fondsgesellschaften über gute Marktkenntnisse verfügen müssen, um erfolgreich agieren zu können.

Im vergangenen Jahr sind einige geschlossene Immobilienfonds in Schwierigkeiten geraten, da sich Hauptmieter bspw. aus Objekten zurückgezogen haben und Leerstände die Folge waren. Zudem belastet die Unsicherheit bezüglich der Umsetzung der europäischen AIFM-Richtlinie Fonds in Deutschland. Der erste Gesetzesentwurf der Bundesregierung hätte mit den enthaltenen restriktiven Maßnahmen (50.000 EUR Mindestzeichnungssumme für Ein-Objekt-Fonds und Fremdkapitalgrenze von max. 30 v.H.) voraussichtlich das Ende der geschlossenen Fonds in Deutschland bedeutet. Die Abmilderung dieser Forderungen in einem überarbeiteten Entwurf (20.000 EUR Mindestzeichnungssumme für Ein-Objekt-Fonds und Fremdkapitalgrenze von max. 60 v.H.) eröffnet wieder neue Chancen für geschlossene Immobilienfonds in Deutschland.

Eine Sonderform der geschlossenen Fonds stellen **Immobilien-Leasingfonds** dar. Diese verzeichneten 2012 ein Volumen von 1,8 Mrd. EUR an den Transaktionen des Immobilien-Investmentmarktes in Deutschland. Bei Leasingfonds wird üblicherweise ein Objekt erworben. Die Ausschüttungen stammen aus dem Cash-Flow der Mieteinnahmen und am Ende des Anlagezeitraumes

wird das Objekt wieder veräußert. Die Ausschüttungen an die Anleger stellen für diese Einnahmen aus Vermietung und Verpachtung dar und müssen dementsprechend zu den individuellen Steuersätzen im Rahmen der Einkommensteuer versteuert werden.

Im vergangenen Jahr erzielten **offene Immobilienfonds** 2 Mrd. EUR Umsatz bei den Transaktionen institutioneller Anleger (ohne Spezialfonds). Dies stellt gegenüber den Vorjahren eine Erholung der Situation dar. Seit 2009 wurden im Durchschnitt 1,4 Mrd. EUR erreicht.

Offene Immobilienfonds verfügen üblicherweise über ein diversifiziertes Immobilienportfolio. Ihre Anteile können von Anlegern jederzeit erworben und veräußert werden, so dass die Anteile über eine hohe Fungibilität verfügen. Weder das Fondsvolumen, noch die Zahl der Anleger ist hierbei begrenzt. Um ihrer täglichen Rücknahmeverpflichtung nachkommen zu können, müssen offene Immobilienfonds über nicht unerhebliche Liquiditätsreserven verfügen, was insbesondere während der internationalen Finanzkrise zu erheblichen Schwierigkeiten führte.

Als Reaktion auf diese Problematik hat die Bundesregierung 2011 das Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz erlassen. Dieses sieht u.a. eine zweijährige Mindesthaltedauer und eine 12-monatige Kündigungsfrist bei offenen Immobilienfonds vor. Dies hat kaum Auswirkungen auf die Fungibilität der Anteile von Privatanlegern, da die Regelungen nur für Anteilrückgaben von mehr als 30.000 EUR pro Kalenderjahr gelten. Im aktuell vorliegenden Entwurf des Kapitalanlagegesetzbuches (E-KAGB) wird die Neuauflage von offenen Fonds dagegen nicht mehr zugelassen, lediglich bestehende Fonds erhalten hier einen Bestandsschutz.

Immobilien-Spezialfonds stellen eine Sonderform der Fonds dar und erreichten 2012 ein Transaktionsvolumen von 4 Mrd. EUR. Damit setzte sich der seit 2009 beobachtbare Aufwärtstrend mit einem Zuwachs von 21,2 v. H. gegenüber dem Vorjahr weiter fort.

Kapitalgeber für die Immobilien-Spezialfonds sind ausschließlich institutionelle Anleger. Das Fondsvermögen wird von einer Kapitalanlagegesellschaft in eigenem Namen auf Rechnung der Anleger verwaltet. Gibt es nur einen Anleger handelt es sich um einen Individualfonds, andernfalls um einen Gemeinschaftsfonds. Da Immobilien-Spezialfonds auch als Vehikel für einen Immobilienkreditfonds in Frage kommen, ist für die Zukunft mit einer Zunahme ihrer Bedeutung zu rechnen.

3.3 Versicherungen und Pensionskassen

Nach den ausländischen Investoren und den Immobilien-Spezialfonds sind Versicherungen und Pensionskassen mit 3,5 Mrd. EUR im Jahr 2012 drittgrößter institutioneller Anleger auf dem Immobilien-Investmentmarkt. Seit dem niedrigsten Transaktionsvolumen mit absolut 0,7 Mrd. EUR im Jahr 2006 hat sich der Anteil an den gesamten Transaktionen kontinuierlich auf 13,8 v.H. erhöht.

Versicherungen und Pensionskassen sind in Deutschland neben den Banken die bedeutendsten Finanzintermediäre. Die von ihnen vereinnahmten Prämien stellen einen wichtigen Bestandteil des gesamtwirtschaftlichen Kapitalangebotes dar. Die Anlagestrategie der Versicherungen und Pensionskassen ist grundsätzlich durch einen langfristigen Anlagehorizont charakterisiert, wobei durch eine entsprechende Streuung des Portfolios Klumpenrisiken vermieden werden sollen. Im langjährigen Mittel bewegt sich die Immobilienquote der Gesellschaften daher zwischen drei und sechs Prozent, wobei viele Gesellschaften in den vergangenen Jahren angekündigt haben, ihre Quoten erhöhen zu wollen, was bislang allerdings noch nicht geschehen ist.

Der Hauptgrund für diese Zurückhaltung bei der Ausweitung des Immobilienengagements ist in Solvency II zu sehen, welches das Versicherungsaufsichtsrecht in Europa vereinheitlichen soll und an Basel II angelehnt ist. Solvency II besteht aus den drei Säulen „Solvvenzkapitalanforderungen“, „Governance Anforderungen“ und „Berichtspflichten/Meldeanforderungen“. Ins-

besondere die geplanten Regelungen in der ersten Säule verhindern derzeit die Steigerung der Immobilienquote, trotz günstiger Rahmenbedingungen durch ein niedriges Zinsniveau. Hier ist vorgesehen, dass direkte Immobilienkäufe mit 25 v.H. Eigenkapital zu unterlegen sind, sollte bei der Finanzierung Fremdkapital eingesetzt werden, erhöht sich diese Quote auf 100 v.H. Diese Eigenkapitalanforderungen werden gerade von deutschen Gesellschaften als deutlich zu hoch angesehen, basieren sie doch auf Daten, welche in Großbritannien erhoben wurden. Der britische Markt ist aber im Vergleich zur Marktentwicklung in Deutschland als wesentlich volatiler einzustufen, wie die Wirkungen der internationalen Finanzkrise deutlich gezeigt haben. Die Umsetzung von Solvency II sollte zum 1. Januar 2013 erfolgen, die tatsächliche Einführung wird sich aber weiter verzögern, nach Angaben der BaFin eventuell sogar bis 2017.

Insgesamt stehen Versicherungen und Pensionskassen derzeit wegen der ungünstigen Zinslage bei festverzinslichen Papieren unter einem hohen Anlagedruck. Die unsichere Rechtslage bei der Eigenkapitalunterlegung von Immobilieninvestments verhindert aber die eigentlich beabsichtigte Erhöhung der Immobilienquote in den Versicherungsportfolios.

Eine mögliche Anlagealternative für Versicherungen und Pensionskassen stellt die Immobilienfinanzierung dar. Diese unterliegt als Fremdkapitalfinanzierung nicht den erhöhten Sicherungsanforderungen von Solvency II und würde dennoch den Weg zu werthaltigen Immobilieninvestments öffnen können.

3.4 Immobilien AG's und REITs

Immobilienaktiengesellschaften und REITs konnten im Jahr 2012 2,1 Mrd. EUR des gesamten Transaktionsvolumens institutioneller Anleger in Deutschland verbuchen. Dies entspricht einem Anteil von 8,3 v.H. Damit konnte sich das Transaktionsniveau auf dem des Vorjahres stabilisieren, nachdem 2008 lediglich 0,8 Mrd. EUR erreicht werden konnten.

Immobilienaktiengesellschaften sind Unternehmen, die den Großteil ihrer Erträge aus der Bewirtschaftung von oder dem Handel mit Immobilien erwirtschaften. Ihre strategische Ausrichtung ist eher risikofreundlich, wobei die Konzepte vom traditionellen „Buy and Hold“- bis zu aggressiven „Trading“-Strategien oder Projektentwicklungen reichen. Dabei können sie durch einen hohen Fremdkapitalanteil die Rendite des eingesetzten Eigenkapitals erhöhen.

Die internationale Finanzkrise führte bei den Immobilienaktiengesellschaften zu deutlichen Kurseinbrüchen. Der entsprechende Aktienindex (DIMAX) hat sich zwar wieder erholt, konnte aber noch nicht wieder ganz das Vorkrisenniveau erreichen. Aufgrund der an den Börsen zu verzeichnenden Unsicherheit in Folge der Staatsschulden- und Eurokrise konnten die Immobilienaktiengesellschaften bisher kaum an der zunehmenden Nachfrage nach Immobilieninvestments partizipieren. Die verbreitete Risikoaversion der Anleger lässt diese eher zu alternativen Investments im Immobilienbereich greifen.

Real Estate Investments Trusts müssen an der Börse notiert sein und mindestens 75 v.H. ihrer Umsatzerlöse aus Immobilien beziehen. Zudem müssen ihre Aktiva zu mindestens 75 v.H. aus Immobilien bestehen. Im Mittelpunkt der Aktivität von REITs steht die Bewirtschaftung von Objekten, der reine Handel ist gesetzlich untersagt. Zudem müssen REITs 90 v.H. ihrer Jahresüberschüsse an die Anteilseigner ausschütten. Bei Vorliegen dieser Eigenschaften wird die Gesellschaft von der Körperschaft- und Gewerbesteuer befreit, die Besteuerung erfolgt damit ausschließlich auf Ebene der Anleger zu deren individuellen Steuersätzen.

Derzeit existieren in Deutschland vier REIT-Aktiengesellschaften mit einer Marktkapitalisierung von ca. 1 Mrd. EUR. Viele interessierte Unternehmen scheuen bislang den Schritt an die Börse wegen des immer noch schwierigen Kapitalmarktumfeldes.

4. Preisdeterminanten für Immobilien

Eine wesentliche Rolle für das Volumen der Transaktionen auf den Immobilienmärkten stellt der Preis der jeweiligen Objekte dar. Das vergangene Jahrzehnt hat deutlich gezeigt, dass auch der Immobilien-Investmentmarkt und seine Entwicklung diese Marktgröße nachhaltig beeinflussen kann, wie auch umgekehrt die erwartete Wertentwicklung von Immobilien ein wichtiger Faktor für eine Anlageentscheidung ist.

Dies zeigt auch der German Property Index der BulwienGesa AG. Dieser Index setzt sich aus den Komponenten „Cash Flow Return“ (Mieten) und „Capital Growth Return“ (Wertsteigerung) zusammen und ermittelt und prognostiziert den „Total Return“ als Immobilien-Performance-Index. Dabei gehen Marktdaten aus 127 Städten mit den Immobilienmarktsegmenten „Einzelhandel“, „Wohnen“, „Büro“ und „Logistik“ in die Berechnung der Prognose ein (vgl. Schaubild 11).

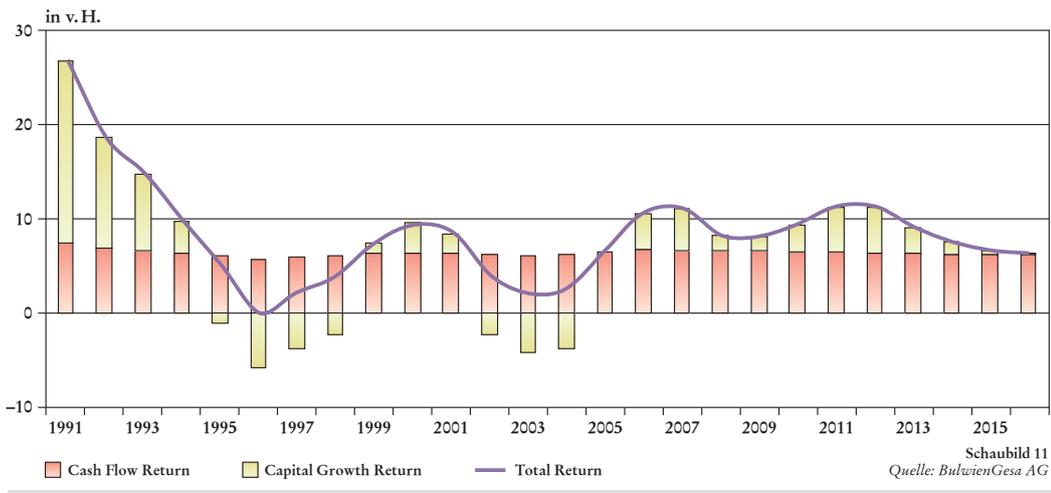
Die Entwicklung zeigt, dass der Total Return im Jahr 2012 noch zu 42,3 v.H. durch den Capital Growth Return getragen wird. Für die kommenden Jahre erwartet die BulwienGesa AG einen Rückgang der Wertsteigerungskomponente, so dass der Total Return mehr und mehr durch die Mieteinnahmen bzw. den Cash Flow Return bestimmt wird.

Im Folgenden sollen die preis- bzw. wertbestimmenden Faktoren für Immobilien näher untersucht werden.

4.1 Die gesamtwirtschaftliche Entwicklung

Nach der Überwindung der internationalen Finanzkrise erholte sich die deutsche Wirtschaft erstaunlich schnell und zudem robust. Erst im vergangenen Jahr erhielt diese Entwicklung mit einem Wirtschaftswachstum von insgesamt 0,7 v.H. einen Dämpfer (vgl. Schaubild 12). Für dieses und das folgende Jahr wird bereits wieder mit höheren Wachs-

GPI – German Property Index



tumsraten für die deutsche Wirtschaft gerechnet.

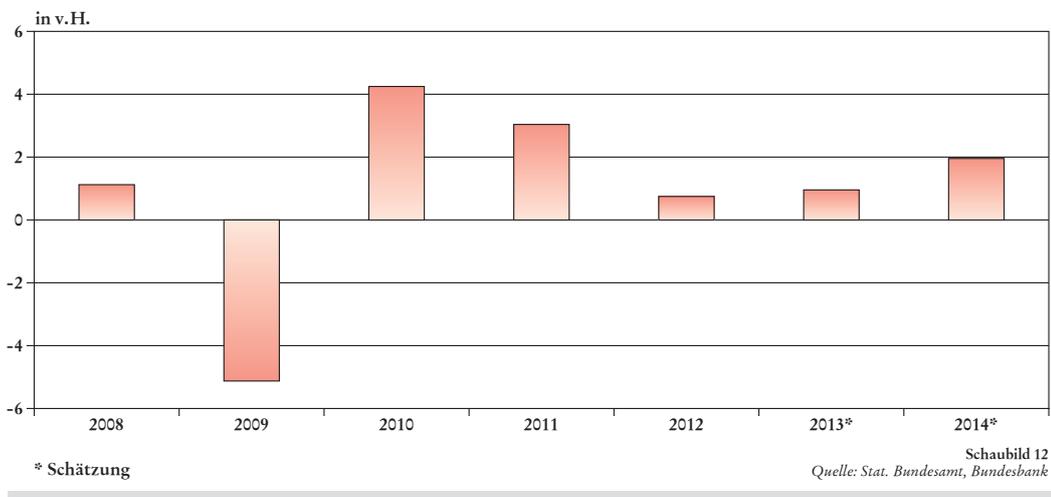
Die insgesamt gute Entwicklung zeigt sich auch in einer robusten Entwicklung des Arbeitsmarktes. Betrug die Arbeitslosenquote 2005 noch 11,3 v.H., ist sie bis 2012 kontinuierlich auf 5,5 v.H. gesunken. In der Eurozone ist sie mit 11,3 v.H. mehr als doppelt so hoch und auch der EU-Durchschnitt liegt mit 10,5 v.H. deutlich darüber. In den südeuropäischen Krisenländern liegen die Arbeitslosenquoten mit bspw. 23,6 v.H. in Griechenland oder 25,1 v.H. in Spanien dazu weit über dem EU-Durchschnitt.

Wichtige Stützen für die wirtschaftliche Entwicklung in Deutschland sind der Bin-

nenkonsum und die Exportnachfrage. Ersterer konnte real 2012 um 0,6 v.H. bei den privaten Konsumausgaben und um 1,4 v.H. bei den Konsumausgaben des Staates zulegen. Die Exporte stiegen insgesamt um 3,7 v.H., wengleich das vierte Quartal hier vergleichsweise schwach ausfiel. Für das laufende Jahr wird aber wieder mit einer stabileren Entwicklung der deutschen Exporte gerechnet.

Auch die Finanzlage des öffentlichen Sektors zeigt sich in Deutschland im europäischen Vergleich als stabil. 2013 wird das dritte Jahr in Folge das Defizitkriterium erfüllt, was an der guten Entwicklung insbesondere der Einnahmenseite des Haushalts liegt. Damit unterscheidet sich die Finanzlage der öffent-

Wirtschaftswachstum in Deutschland



lichen Haushalte deutlich von der vieler anderer europäischer Staaten.

Insgesamt bietet die deutsche Volkswirtschaft derzeit ein im Vergleich zu vielen alternativen Standorten positiveres gesamtwirtschaftliches Umfeld. Dies führt dazu, dass Deutschland für viele Anleger zu dem häufig kolportierten „sicheren Hafen“ wird. Gerade bei risikoaversen Anlagestrategien international tätiger Investoren kommt dem Investitionsstandort Deutschland damit eine besondere Bedeutung zu.

4.2 Die demographische Entwicklung

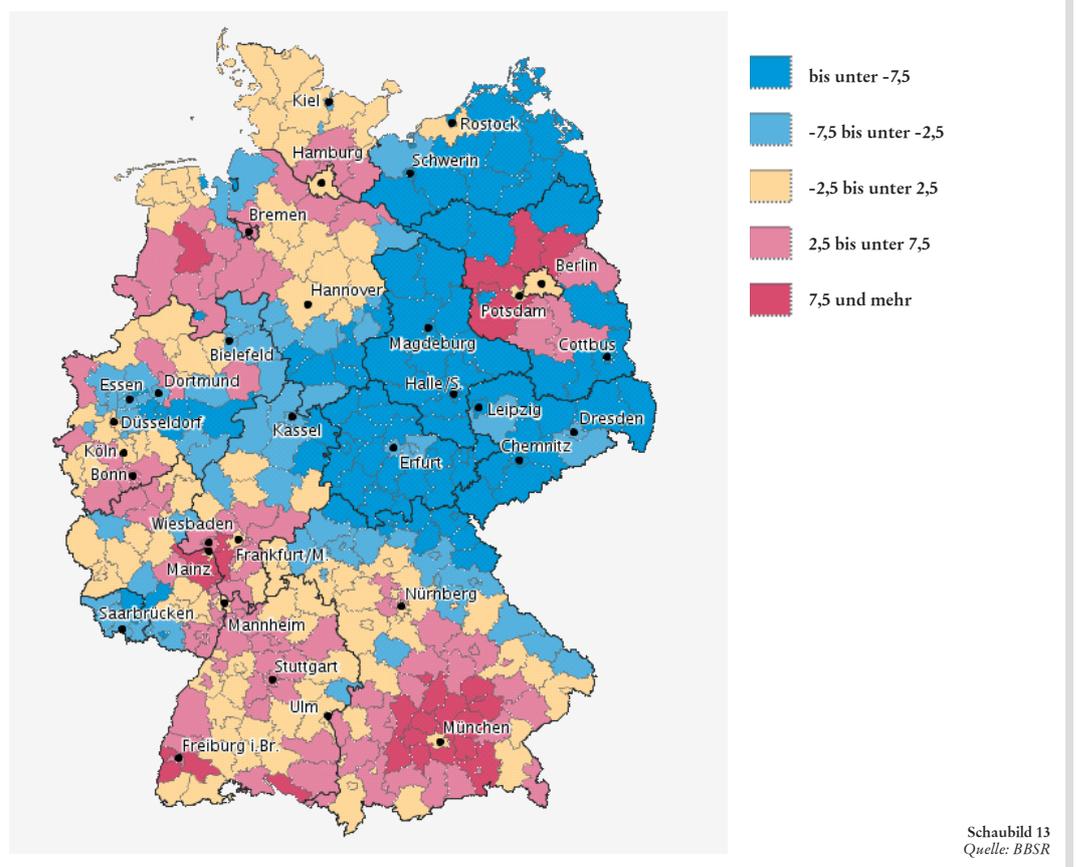
In der langen Frist ist die demographische Entwicklung einer Gesellschaft ein wesentlicher Bestimmungsfaktor für die Nachfrage nach Immobilien. Für Deutschland sind hierbei zwei Effekte zu erwarten: Die Bevölkerungszahl wird abnehmen und der Anteil

der älteren Bevölkerung überproportional zunehmen.

Diese Effekte werden sich regional sehr differenziert in Deutschland zeigen. Es wird Regionen geben, welche nach wie vor Bevölkerungszuwächse aufweisen, neben denen, deren Bevölkerungszahl deutlich abnimmt (vgl. Schaubild 13). Das einfache Schema der Ost-West-Wanderung greift für die regionale Verteilung allerdings zu kurz. Grundsätzlich werden große Städte ebenfalls weiter wachsen, da sie ein umfangreiches Dienstleistungsangebot vorhalten, welches insbesondere für ältere Menschen von hoher Bedeutung ist.

Neben der regionalen Differenzierung hat die demographische Entwicklung je nach Objektart eine unterschiedliche Bedeutung für die Entwicklung der Nachfrage. Für Büroimmobilien bedeutet die Entwicklung zunächst durch den Rückgang des Angebo-

Bevölkerungsentwicklung in Deutschland 2005–2025



tes an Bürobeschäftigten einen belastenden Faktor. Nachfrageseitig wirken dem jedoch der Strukturwandel (mit einer höheren Bürobeschäftigtenquote) und eine positive gesamtwirtschaftliche Entwicklung entgegen. Gerade letztere profitiert von der mittelfristig weiter steigenden globalen Güternachfrage.

Die Nachfrage nach Einzelhandelsimmobilien wird der Nachfrage der Bevölkerung folgen und sich damit an Standorten konzentrieren, die über eine günstige Entwicklung von Bevölkerung und Kaufkraft verfügen. Dieses ist die notwendige Bedingung für den wirtschaftlichen Erfolg einer Einzelhandelsimmobilie. Der insgesamt zunehmende Flächenbedarf moderner Einzelhandelskonzepte ist eine weitere Bestimmungsgröße der Nachfrageseite.

Für den Bedarf an Wohnungen und damit Wohnimmobilien ist die Bevölkerungsentwicklung selbst weniger relevant. Vielmehr spielt hier die Entwicklung der Zahl der Haushalte die wesentliche Rolle. Diese wird zunächst noch zunehmen, da der Trend zu kleineren Haushalten weiter anhalten wird. Die für die Wohnflächennachfrage relevanten Remanenz- und Kohorteneffekte sind ebenfalls ein stabilisierendes Moment für die Nachfrage nach Wohnimmobilien.

Zusammengenommen stellt die demographische Entwicklung insgesamt sicherlich eine langfristige Belastung für die Entwicklung der Immobilienmärkte dar. Diese relativiert sich jedoch in regionaler und objektbezogener Dimension z. T. deutlich.

4.3 Lage und Objekt

Neben den gesamtwirtschaftlichen und sozio-demographischen Rahmenbedingungen spielen für den Marktwert einer Immobilie deren Lage und Eigenschaften eine wesentliche Rolle. Dabei wird zunächst zwischen Makro- und Mikro-Standorteigenschaften eines Objektes unterschieden.

Der Makrostandort umfasst das weitere Umfeld einer Immobilie (Umland, Stadt). Wichtige Faktoren für dessen Beschreibung

sind die vorhandene Verkehrsinfrastruktur, die wirtschaftliche Entwicklung bis hin zu weichen Faktoren wie das kulturelle Angebot oder das Image. Als erstklassige Makrostandorte gelten bspw. die sieben A-Städte Berlin, Köln, Düsseldorf, Frankfurt a.M., Hamburg, Stuttgart, München.

Sehr viel kleinräumiger ist der Mikrostandort umrissen, welcher sich auf die unmittelbare Umgebung eines Objektes erstreckt. Sind die Einflussmöglichkeiten auf die Entwicklung des Makrostandortes vergleichsweise gering, kann der Mikrostandort durchaus weiterentwickelt werden. Nutzungsart und Nutzer von umliegenden Immobilien können sich verändern, was gezielt zur Verbesserung von Standortmerkmalen genutzt werden kann.

Schließlich sind es die Eigenschaften der Immobilie selbst, welche deren Preis entscheidend bestimmen. Alter, Qualität und Zustand determinieren den Renovierungsbedarf und haben auch Einfluss auf die laufenden Betriebskosten eines Objektes. Letzteres gilt auch für energetische bzw. ökologische Standards, welche ein Objekt erfüllt. Nachhaltigkeitszertifikate wirken bspw. preissteigernd und machen ein Gebäude zudem für Mieter attraktiver. Ein weiterer preisrelevanter Aspekt ist die Möglichkeit der Konversion eines Objektes in eine andere Nutzungsart. Ist diese gegeben, eröffnen sich Nutzungsalternativen, welche das langfristige Leerstandsrisiko reduzieren. Die Konversion ist in vielen Fällen allerdings nicht möglich, da die Objekttypen je nach Nutzungsart doch sehr spezifische Anforderungen erfüllen müssen.

Standort- und Objekteigenschaften haben direkten Einfluss auf die Vermietbarkeit einer Immobilie, die wiederum Voraussetzung für den Cash Flow ist. Moderne, gut ausgestattete Immobilien in Toplagen der A-Städte weisen ein sehr geringes Leerstandsrisiko auf. Die Nachfrage seitens der Mieter ist hier größer als das Angebot an entsprechenden Flächen, so dass üblicherweise solvente Mieter mit der Bereitschaft zu vergleichsweise langen Mietvertragslaufzeiten zum Zuge kommen. Damit reduziert sich zugleich das Mietausfallrisiko, so dass mit diesen Core-

Immobilien ein stabiler Cash Flow durch die Mieteinnahmen erreicht wird. Mit der standortabhängigen Zunahme dieser Risiken sinkt üblicherweise auch der Preis der Immobilien.

4.4 Investmentmarkt

Das wieder zunehmende Transaktionsvolumen und die Rückkehr ausländischer Investoren zeigen, dass der deutsche Immobilien-Investmentmarkt für Anleger in einem global durch Unsicherheiten charakterisierten Umfeld einen attraktiven Anlagestandort darstellt (vgl. Schaubild 9).

Von geldpolitischer Seite her haben die jeweiligen Zentralbanken als Reaktion auf die internationale Finanzkrise die Versorgung des Bankensektors mit Liquidität deutlich erhöht. Für die Europäische Zentralbank (EZB) zeigte sich mit der Griechenland- und der daraus resultierenden Eurokrise eine weitere Herausforderung, welcher sie mit einer enormen Ausdehnung der angebotenen Liquidität begegnete (vgl. Schaubild 14).

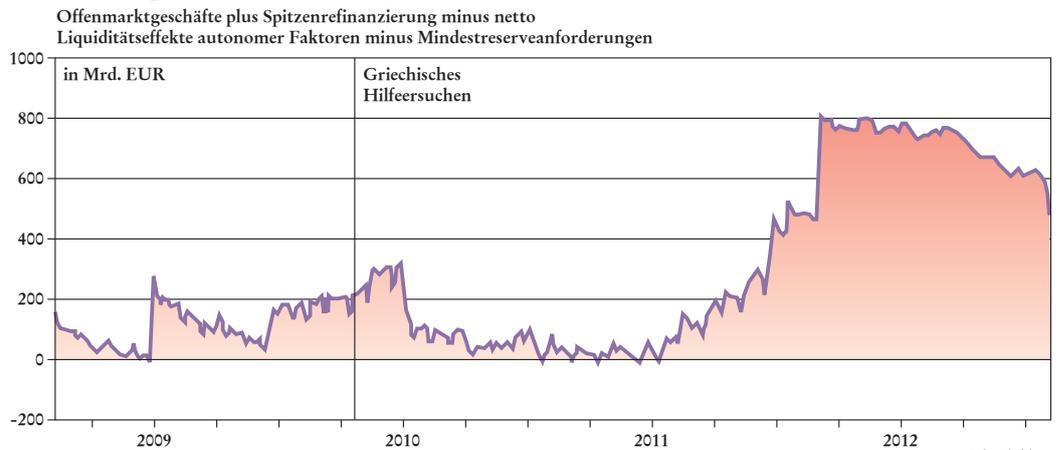
Dem Bankensektor steht somit aus geldpolitischer Sicht reichlich Liquidität zur Verfügung, welche diese auf die Kapitalmärkte weiterleiten könnten und sollten. Dem stehen allerdings einerseits die bereits beschriebenen erhöhten Sicherungsanforderungen und das generell eher risikoaverse Verhalten der Banken gegenüber. Daher ziehen diese

die Einlagefazilität der Europäischen Zentralbank oder die Anlage in festverzinsliche Staatspapiere einer Finanzierung von Immobilienprojekten vor. Andererseits haben viele Banken staatliche Hilfen erhalten, die sie zunächst bedienen müssen, bevor an Neugeschäft gedacht werden kann. Auch die Nutzung der ersten Sondertilgungsmöglichkeit der von der EZB in Dezember 2011 vergebenen Kredite (Gesamtvolumen: 989 Mrd. EUR) in Höhe von 137 Mrd. EUR zeigt, dass die Banken „Altlasten“ zunächst abbauen wollen.

Daraus folgt, dass der Bankensektor bei der Bereitstellung von Krediten für Immobilieninvestments derzeit sehr zurückhaltend agiert und sich teilweise eine entsprechende Finanzierungslücke auftut. Diese könnte mit Hilfe alternativer Finanzierungsinstrumente, wie bspw. den beschriebenen Kreditfonds, zumindest zum Teil aufgefangen werden.

Neben den generellen Risiken der wirtschaftlichen Entwicklung führen auch die Restriktionen der Finanzierungsseite zur Fokussierung der Investoren auf sichere Anlageobjekte. Da das Angebot an Core-Immobilien jedoch beschränkt und auch mittelfristig nicht nachhaltig erweiterbar ist, steigen die Preise für diese Immobilienklasse zum Teil deutlich an. Dies drückt zwar die Nettoanfangsrendite. Da Anlagealternativen aber aus Investorensicht derzeit kaum attraktiv sind, bleiben Immobilien im Anlage-

Entwicklung der Überschussliquidität in der Eurozone



fokus. Investoren wenden sich dann auch risikoreicheren Objekte an B-Standorten mit geringen Leerständen zu. Dies bedeutet allerdings keineswegs die Rückkehr zu leverage-getriebenen opportunistischen Anlagestrategien, da deren Risiko als deutlich zu hoch eingeschätzt wird. Die Ausrichtung der Investoren ist derzeit eher die Verfolgung einer langfristigen „Buy and Hold“ bzw. „Buy and Manage“-Strategie und die kurzfristige Mitnahme von Preissteigerungen aus einem schnellen Weiterverkauf.

Anlagealternativen am Kapitalmarkt, die eine vergleichbare Sicherheit wie Core-Immobilien aufweisen, sind derzeit kaum verfügbar. Der Renditespread zwischen 10-jährigen deutschen Staatsanleihen und der Spitzenrendite für Büroimmobilien an den Top-fünf-Standorten beträgt derzeit beachtliche 3,65 Prozentpunkte (Spitzenrendite Büroimmobilie: 5 v.H. zu Rendite Staatsanleihe: 1,45 v.H.). Die Renditeentwicklung bei den Büroimmobilien zeigt sich dabei seit 2010 bei durchschnittlich 5 v.H., während die Rendite für Staatsanleihen dagegen mit zwei Prozentpunkten deutlich gesunken ist.

Das Transaktionsvolumen wird für den deutschen Immobilien-Investmentmarkt 2013 in etwa wieder das Niveau des vergangenen Jahres erreichen. Auf der einen Seite bleibt Deutschland weiterhin ein international hoch attraktiver Anlagestandort, was wiederum viele ausländische Anleger anziehen wird. Auf der Finanzierungsseite bleibt die Lage aber schwierig, da die Kreditvergabe der Banken weiterhin restriktiv bleiben wird und alternative Finanzierungsinstrumente die verbleibende Finanzierungslücke nicht füllen können. Die primär nachgefragten Core-Immobilien bleiben ein begrenzender Faktor, da an den entsprechenden Standorten das Angebot an Objekten nicht in großem Umfang erweitert werden kann. Damit werden auch zweitrangige Standorte zunehmend interessant und vermehrt nachgefragt werden. Die resultierenden Preissteigerungen können hier eher zu neuen Projektentwicklungen führen, da die Standorte eine höhere Flächenverfügbarkeit haben.

Zurück in der Hausse – Gewerbliche Immobilien- investments 2012



Andreas Schulten
Jan Finke

Das Investmentvolumen in deutschen A-Städten ist im letzten Quartal 2012 extrem stark angestiegen. Fast 7,5 Mrd. Euro konnten an diesen Standorten allein in einem Quartal umgesetzt werden. Gemessen an einem Gesamtvolumen von 15,2 Mrd. Euro wurden demnach allein im vierten Quartal 49 % des Gesamtinvestmentvolumens umgesetzt. Somit wurde die Vorjahressumme um etwa ein Viertel übertroffen. Sind wir mitten in einer neuen Hausse des deutschen Immobilieninvestmentmarktes? Sicherlich ja! Bedeutet das ein Risiko? Nur dann nicht, wenn man die Details kennt!

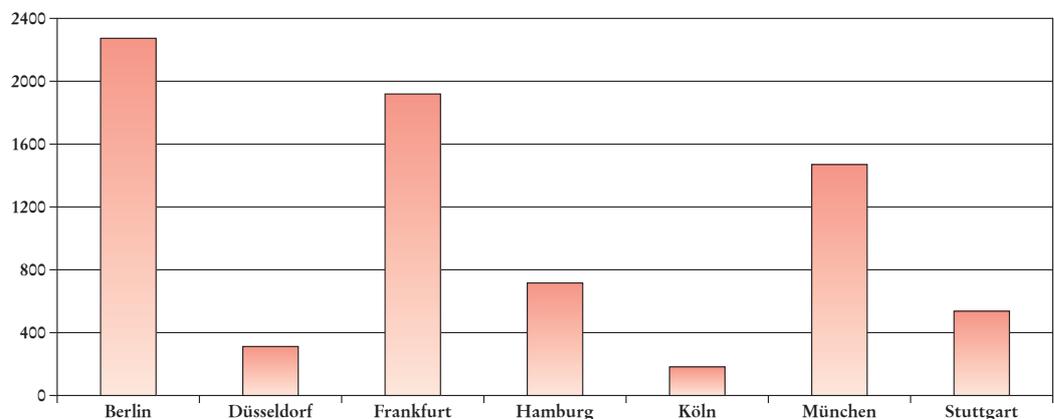
Auch deutschlandweit, also nicht nur für die sieben wichtigsten Metropolen, mussten erste Schätzungen aufgrund des starken vierten Quartals deutlich nach oben korrigiert werden. Das gewerbliche Investmentvolumen hat national die Marke von 27,7 Mrd. Euro erreicht. Dabei wird die momentane relative

Attraktivität des deutschen Anlagemarktes durch die hohe Anzahl ausländischer Käufergruppen unterstrichen. Der Anteil von 40 % ausländischer Investoren, hat das Vorjahresniveau deutlich überschritten.

Wichtigste nationale Käufergruppe im Jahr 2012 waren mit rund 2,7 Mrd. Euro bzw. 9,7 % Spezialfonds, die indirekte Immobilienanlagen für institutionelle Investoren konzipieren. Danach folgen Versicherungen/Pensionskassen/Versorgungswerke mit 2,3 Mrd. Euro bzw. 8,5 %. Auf geschlossene Fonds entfiel noch ein Anteil von 6,7 %, wohingegen offene Fonds aufgrund der Marktentwicklungen 2012 mit einem Anteil von 2,4 % eine untergeordnete Rolle spielten.

Damit gleicht sich der deutsche gewerbliche Immobilieninvestmentmarkt gegenüber früheren Jahren deutlich den internationalen Strukturen an. Vorbei ist die Dominanz der geschlossenen Immobilienfonds mit ihrem Retailgeschäft gegenüber Privatanlegern. Und Geschichte ist auch der „deutsche Sonderweg“ der offenen Immobilienfonds, der lange Zeit auf internationalem Parkett Verwunderung verursacht hat. Die Frage ist nun, ob börsennotierte Gesellschaften und REITs wirklich neben dem legitimen Fortbestand dieser Klassiker auch in Deutschland Einzug halten. Der Anteil der börsennotierten Immobiliengesellschaften erreichte mit 2,1 Mrd. Euro bereits einen Anteil von immerhin 7,6 % am deutschen Marktgeschehen.

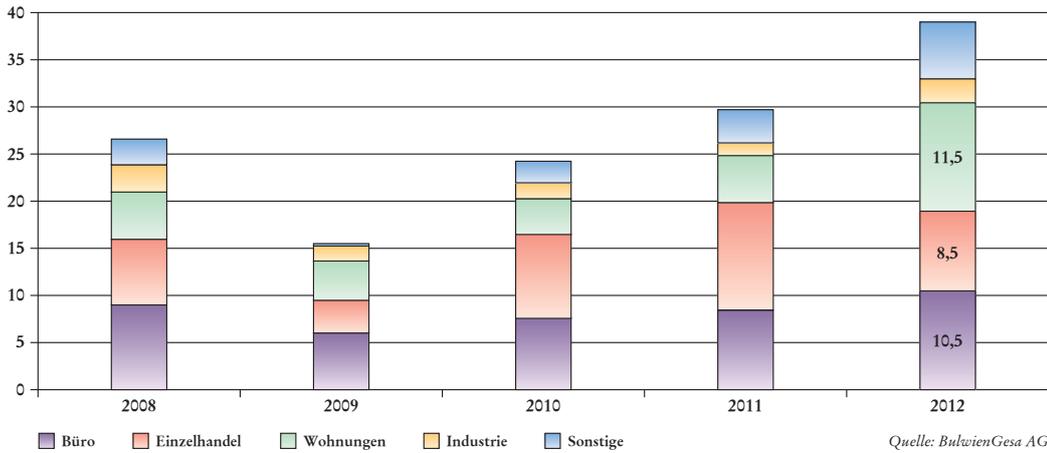
Investments in gewerbliche Immobilien im 4. Quartal 2012 (Mio. Euro)



Quelle: BulwienGesa AG

Investments nach Produkttyp

Deutschland 2012 in Mrd. Euro



Eine weitere kleine Revolution bahnt sich bei den Produkttypen an. Büroimmobilien stellen zwar mit 12,4 Mrd. Euro bzw. 45 % 2012 seit langem einmal wieder die wichtigste Assetklasse des deutschen Investmentmarkts dar. Auf Einzelhandelsimmobilien entfielen immerhin noch mit deutlich zurückgehender Tendenz 7,9 Mrd. Euro bzw. 29 %. Neu sind die Anteile der kleineren Assetklassen. Logistikimmobilien machen mit 2,8 Mrd. Euro etwa 10 % des Marktes aus, was vor zehn Jahren noch undenkbar gewesen wäre. Und auf sonstige und gemischt genutzte Immobilien einschließlich Grundstücksverkäufen entfielen 4,5 Mrd. Euro bzw. 16 %. Resümee aus der letzten Zahl: In Core-Lagen bekommt man Volumen nur noch „gemischt“ – auch ein Ausdruck der deutschen Stadtentwicklungspolitik.

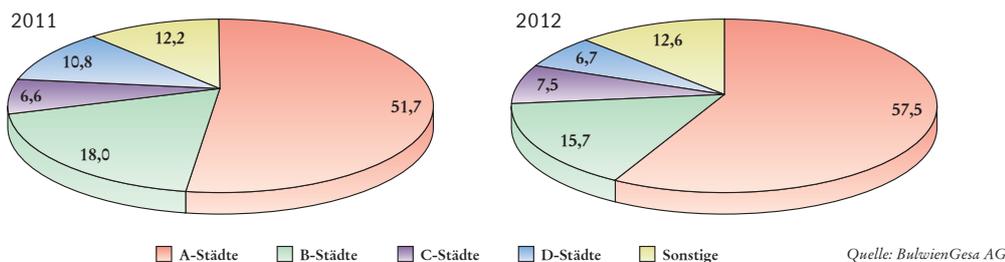
Apropos Stadtentwicklungspolitik – es ist nicht so, dass die 20 deutschen B-Städte in der Größenordnung von Hannover, Nürnberg, Bremen, Karlsruhe, Bonn oder Dort-

mund nicht auch eine Renaissance im Immobilieninvestmentmarkt haben. Sowohl 2011 wie auch 2012 umfasste das Investment in diese Standortklasse rund 4 Mrd. Euro insgesamt. Aber von einem Anstieg im Gesamtinvestmentvolumen, wie er 2012 zu beobachten war, profitieren vor allem die sieben A-Städte. Mit 14,6 Mrd. Euro machen sie 57,5 % des gesamten gewerblichen Immobilieninvestmentmarktes in Deutschland aus. Weit mehr als die Hälfte in nur sieben Städten also. Innerhalb dieser Gruppe gibt es natürlich auch Verschiebungen der Städte untereinander.

Im vierten Quartal 2012 verzeichnet Berlin ein Transaktionsvolumen von rd. 2,3 Mrd. Euro, was einer Steigerung von 230 % gegenüber dem dritten Quartal entspricht. In München wurden mit 1,48 Mrd. Euro ca. 220 % mehr investiert als im dritten Quartal. In den letzten zwölf Monaten wurden in München ca. 3,75 Mrd. Euro investiert, was einer Steigerung von ca. 29 % im Vergleich zum

Gewerbliche Immobilieninvestments nach Standort-Typ

Anteil in %



Vorjahreszeitraum entspricht. Damit stellt München weiterhin einen attraktiven Investmentstandort für Gewerbeimmobilien dar. Durch das sehr starke vierte Quartal löste Berlin jedoch München als stärksten Standort über das ganze Jahr gesehen ab. Ein Gesamtvolumen von 4,1 Mrd. Euro bedeutet gleichzeitig nahezu eine Verdoppelung des Investments im Vergleich zum Vorjahreszeitraum. Mit größerem Abstand folgen Frankfurt mit einem Transaktionsvolumen im Jahr 2012 von rd. 3,05 Mrd. Euro (+9 %) und Hamburg mit 2 Mrd. Euro (-9 %). Lediglich Stuttgart mit 0,9 Mrd. Euro (+270 %), Düsseldorf mit 0,8 Mrd. Euro (-8 %) und Köln mit 0,6 (-33 %) Mrd. Euro blieben unter der 1 Mrd.-Euro-Grenze.

Renditen im Büro- und Einzelhandelssegment

Im Vergleich zum Vorquartal haben sich die Spitzenrenditen an den A-Standorten nur wenig verändert. Lediglich in Frankfurt und Berlin konnten im vierten Quartal Rückgänge der Bürositzenrendite um fünf Basispunkte auf 4,9 % bzw. zehn Basispunkte auf ebenfalls 4,9 % festgestellt werden.

Die geringen Preisveränderungen im letzten Quartal belegen auch das weiterhin angespannte Verkäufer-Käufer-Verhältnis im Core-Segment. Dazu kann erwähnt werden, dass in allen A-Städten das Renditeniveau in der zwölf Monatsbetrachtung nachgegeben hat.

Zum einen scheuen Bestandhalter den Verkauf von Core Assets aufgrund auch weiterhin nur magerer zinsbringender Reinvestments, zum anderen sind potenzielle Käufer derzeit noch nicht bereit deutliche Preisaufschläge bei Neuankäufen zu akzeptieren.

Die vermeintlich zum Teil „ungewisse“ Zukunft der Eurozone vermindert ein deutlich aktiveres Engagement potenzieller Investoren am deutschen Markt. Weitere Preissteigerungen am Gewerbemarkt werden aktuell kaum erwartet, hier dürfte es sich eher um eine Seitwärtsbewegung handeln, die im Zusammenspiel aus sehr niedrigem Renditeniveau, geringen Fertigstellungen, knappem

Angebot an Core Assets und niedrigem Zinsniveau besteht.

Lebhafter Jahresabschluss für Wohnportfolio-Großdeals

Im ersten Halbjahr 2012 sind die angekündigten vier Wohnportfolio-Großdeals (LBBW, DKB, Baubecon und Speymill) realisiert worden und haben zu einem Transaktionsboom von 6,5 Mrd. Euro und 125.500 gehandelten Wohneinheiten geführt. Dieses hohe Tempo konnte mit Abschluss der zweiten Jahreshälfte gehalten werden. Im vierten Quartal liegt der Anteil mit 3,51 Mrd. Euro bzw. rund 68.000 Wohneinheiten praktisch auf Niveau des ersten Quartals. Die Preise sind im Vergleich zum Vorquartal leicht gesunken auf durchschnittlich rund 800 Euro/m².

Die regionale Verteilung der Portfoliodeals weicht durch die Streuung der überregionalen Großverkäufe von der sonstigen Bedeutung der deutschen Zentren ab. Bei ihnen kann keine strikte Zuordnung zu bestimmten räumlichen Einheiten erfolgen. Unter den konkret zuzuordnenden Deals wird in Berlin im Jahr 2012 der bedeutendste Markt aufgerufen. In diesem Rahmen bleibt Ostdeutschland als Standort gefragt.

Weitere A-Städte weisen in der Einzelportfoliosicht nur kleine Portfoliodeals auf. Durch die große Anzahl überregionaler Investments kann an dieser Stelle jedoch keine hundertprozentige Auswertung erfolgen. Insgesamt können deutschlandweite Investmenttätigkeiten beschrieben werden.

Rückblickend ist 2012 das verkaufsintensivste Jahr seit 2007 gewesen. Die beiden eher schwächeren Sommerquartale (zweites und drittes Quartal) werden von den äußerst starken Auftritten im ersten und vierten Quartal umrahmt. Mit insgesamt rund 11,5 Mrd. Investmentvolumen und mehr als 215.000 verkauften Wohneinheiten sind alle Zielmarken und Prognosen deutlich übertroffen worden.

Über den Jahresverlauf haben sich im vierten Quartal die Durchschnittspreise und

-faktoren leicht verringert. Dieses kann auf die größeren Portfolios zurückgeführt werden, die teilweise an eher opportunistischen Standorten positioniert sind.

Auf Käuferseite sind Immobilien AGs als wichtige Käufergruppe zu nennen. Bei ihnen kommt es zu ersten Konsolidierungsmaßnahmen, wodurch Aufkäufe und Zusammenschlüsse auch in Zukunft anhalten könnten. Beispielhaft kann der Kauf der KWG-Anteile durch die conwert Immobilien AG Ende 2012 genannt werden. Aber auch die Deutsche Wohnen AG bleibt hierbei ein interessanter Name.

Auf der Verkäuferseite können die GAGFAH sowie britische und dänische Investoren genannt werden, die sich teilweise im Rahmen von Zwangsverkäufen von ihren Portfolios getrennt haben. Immobilien-AGs wie die TAG oder GSW könnten 2013 Akteure werden. Zudem stehen potenziell weiterhin diverse Portfolios der öffentlichen Hand zum Verkauf.

Für 2013 weisen die Investmentdaten aus dem vergangenen Jahr in eine dynamische

Richtung. Rallye oder Risiko? Anders als in den Jahren 2004 bis 2008 ist der Anstieg der Immobilieninvestments nicht primär durch Leverage-Potenziale getrieben, sondern reflektiert stark die deutsche Realwirtschaft – und vor allem die Regionalwirtschaft der deutschen Städte – im europäischen und Weltmaßstab. Noch muss dieses Investment nicht mit Risiken verbunden sein. Es kommt darauf an, wie viel Geld nun weiterhin in deutsche Immobilien fließt. Zuviel würde sicher nicht unproblematisch werden.

BulwienGesa AG

Bei der Analyse der deutschen Immobilienmärkte setzt BulwienGesa mit seinen knapp 80 Mitarbeitern seit fast 30 Jahren Standards in Methodik und Produktentwicklung. Zu den Kunden, die sich der Gutachten und Immobilienmarkt-Informationen von BulwienGesa bedienen, gehören Investoren, Banken und Versicherungen ebenso wie Kommunen und Bauträger.

Übersicht der bisher erschienenen Studien:

Juni 2001	Die Finanzierung von Fußballstadien
November 2002	Krankenhausmarkt im Umbruch (Teil I)
Januar 2004	Krankenhausmarkt im Umbruch (Teil II) – Handlungsoptionen für die Zukunft
März 2005	Immobilienmärkte – Einflussfaktoren und Perspektiven
August 2005	Real Estate Investment Trusts
Dezember 2005	Housing Bubble USA – Crash or Soft Landing?
März 2006	Logistikimmobilien – eine neue Chance für den Gewerbeimmobilienmarkt?
September 2006	Liquiditätsschwemme auf deutschen Immobilienmärkten Liquidity hurricane in Germany's property markets
April 2007	Abenteuerland Asien?
August 2007	Herausforderungen für Einzelhandelsimmobilien
März 2008	Zukunft der Wohnimmobilien und der Wohnungsunternehmen in Deutschland
August 2008	Entwicklungstrends für Hotelimmobilien in Deutschland
April 2009	Demographische Herausforderungen für die Immobilienmärkte
August 2009	Einzelhandelsimmobilien – Trends auf der Angebotsseite
März 2010	Büroimmobilienmarkt der Zukunft
August 2010	Immobilien-Investmentmarkt: Nach dem Boom ist vor dem Boom
März 2011	Logistikimmobilien – Cluster mit differenzierten Entwicklungspotenzialen
August 2011	Neue Trends im deutschen Einzelhandel
März 2012	Nachhaltigkeit in der Immobilienwirtschaft
August 2012	Perspektiven der Wohnungsmärkte in Deutschland

Disclaimer

Diese Studie ist erstellt worden von der DEUTSCHE HYPOTHEKENBANK AG („Deutsche Hypo“) und richtet sich ausschließlich an Empfänger innerhalb der Bundesrepublik Deutschland.

Diese Studie dient allein Informationszwecken und stellt insbesondere kein Angebot und keine Aufforderung zur Abgabe eines solchen Angebotes zum Kauf, Verkauf oder zur Zeichnung irgendeines Anlagetitels oder einer Finanzdienstleistung dar.

Ebenso wenig handelt es sich bei dieser Studie im Ganzen oder in Teilen um einen Verkaufsprospekt oder einen sonstigen anderen Börsenprospekt. Insofern stellen die in dieser Studie enthaltenen Informationen lediglich eine Übersicht dar und dienen nicht als Grundlage einer möglichen Kauf- oder Verkaufsentscheidung eines Investors. Vielmehr wird dringend empfohlen, dass jeder Investor vor seiner Kaufentscheidung die vollständigen Verkaufs- bzw. Börsenprospekte liest.

Die in dieser Studie enthaltenen Informationen ersetzen alle vorherigen Versionen einer solchen Studie und beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung dieser Unterlagen. Zukünftige Versionen dieser Studie ersetzen die vorliegende Fassung. Eine Verpflichtung der Deutsche Hypo, die Informationen in dieser Studie zu aktualisieren oder in regelmäßigen Abständen zu überprüfen, besteht nicht. Eine Garantie für die Aktualität und fortgeltende Richtigkeit kann daher nicht gegeben werden.

Alle hierin enthaltenen tatsächlichen Angaben, Informationen und getroffenen Aussagen basieren auf Quellen, die von uns für zuverlässig erachtet wurden. Die aufgrund dieser Quellen in der vorstehenden Studie geäußerten Meinungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile unseres Hauses dar, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit keinerlei Gewähr übernommen werden kann. Zudem enthält diese Studie im Zusammenhang mit der Deutsche Hypo diverse zukunftsgerichtete Aussagen und Informationen, die auf den Überzeugungen der Deutsche Hypo-Geschäftsleitung sowie auf

Annahmen und Informationen basieren, die dem Deutsche Hypo-Management derzeit zur Verfügung stehen. Ausgehend von den bekannten und unbekanntem Risiken, die dem Geschäft der Deutsche Hypo anhaften sowie Unsicherheiten und anderen Faktoren, können die zukünftigen Resultate, Wertentwicklungen und Ergebnisse abweichen, die aus solchen zukunfts- oder vergangenheitsgerichteten Aussagen hergeleitet wurden. Daher soll in solche zukunfts- oder vergangenheitsgerichteten Aussagen kein uneingeschränktes Vertrauen gesetzt werden.

Die Weitergabe dieser Studie an Dritte sowie die Erstellung von Kopien, ein Nachdruck oder sonstige Reproduktion des Inhalts oder von Teilen dieser Studie ist nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung der Deutsche Hypo zulässig.

Die Verteilung oder Weitergabe dieser Studie und der hierin enthaltenen Informationen kann in manchen Rechtsordnungen unzulässig sein oder bestimmten Restriktionen unterliegen. Soweit Personen in diesen Rechtsordnungen in den Besitz dieser Studie gelangen oder Kenntnis von deren Inhalten erlangen, sind diese selbst zur Einhaltung solcher Restriktionen verpflichtet.

Eine Annahme und Verwendung dieser Studie und der hierin enthaltenen Informationen ist nur bei Akzeptanz der vorstehenden Bedingungen zulässig.

© Copyright 2013. Deutsche Hypo, Markt-Analyse, D-30159 Hannover, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Hypo Markt-Analyse“ gebeten.

DEUTSCHE / HYPO

Ein Unternehmen der NORD/LB

Deutsche Hypothekenbank
(Actien-Gesellschaft)

30159 Hannover
Georgsplatz 8
Telefon +49 511 3045-0
Telefax +49 511 3045-459
Mail@Deutsche-Hypo.de
www.Deutsche-Hypo.de