

# IMMOBILIEN FINANZIERUNG

— DER LANGFRISTIGE KREDIT —

1. August 2023  
74. Jahrgang

Verlag Helmut Richardi  
Frankfurt am Main

ISSN 1618-7741

DIGITALER  
SONDERDRUCK

# IMMOBILIEN- SPEZIALFONDS INSTITUTIONAL ASSET MANAGEMENT

STEUERUNG VON IMMOBILIENPORTFOLIOS  
DURCH BEWEGTE ZEITEN

VON UWE KRAUSE

2023



## STEUERUNG VON IMMOBILIENPORTFOLIOS DURCH BEWEGTE ZEITEN

Die gute Nachricht gleich vorweg: Immobilien werden ihrer Rolle im Portfolio weiterhin ausgesprochen gut gerecht. Trotz der allgemeinen Herausforderungen aus steigenden Zinsen, hohen Inflationsraten, den geopolitischen Unsicherheiten sieht der Autor die Anlageklasse aufgrund anhaltend hoher Nachfrage, gesunden Mietmärkten und ihrer Bedeutung als Inflationsschutz – gerade für langfristig orientierte Anleger – nach wie vor als Stabilitätsanker. Dabei empfiehlt er zum einen, sich tiefgehend mit der aktuellen Entwicklung in den unterschiedlichen Immobiliensegmenten und -regionen zu beschäftigen. Zum anderen sollten Investoren sich nicht auf ein mögliches Szenario versteifen, sondern stets mehrere unterschiedliche Planspiele analysieren. Generell gilt aus seiner Sicht: Mit einem risikoorientierten Ansatz sind Investoren gut gerüstet, um die vielfältigen Herausforderungen zu meistern. Davon ausgehend analysiert der Autor in folgendem Beitrag Chancen zu Risiken in den einzelnen Assetklassen. Red.

Die Inflation im Euroraum bleibt hoch. Die europäische Zentralbank versucht durch angehobene Leitzinsen gegenzusteuern. In der Konsequenz verharren sowohl die kurzfristigen als auch die mittel- bis langfristigen Zinsen auf einem – rückblickend auf die vergangenen zehn Jahre gesehen – hohen Niveau. Diese Großwetterlage am Finanzmarkt hält nun bereits einige Quartale an. Hinzu kommen hohe geopolitische Risiken, nicht zuletzt aufgrund des russischen Angriffskrieges auf die Ukraine. Investoren sind gehalten, das neue Markt- und Zinsumfeld in ihrer übergreifenden Asset Allokation zu berücksichtigen und eine angepasste Balance zwischen liquiden und alternativen Assetklassen zu finden.

### Investment- und Mietmärkte

Der Immobilien-Investmentmarkt reagiert naturgemäß zeitverzögert auf das geänderte Zinsumfeld. Der Preisanpassungsprozess, der aus deutlich gestiegenen Kapitalkosten resultiert, erfolgt nicht von heute auf morgen. Verkäufer und Käufer liegen bei ihren Preisvorstellungen oft nach wie vor weit voneinander entfernt. Beim Verkäufer steht meist ein höherer Verkehrswert in den Büchern als der aktuell zu er-

wartende Preis. Zudem schützen die noch lang laufenden Kreditfinanzierungen vor einem Verkaufsdruck.

Dabei liegen die Fakten auf der Hand: Investoren, die ihren Verzinsungsanspruch für Immobilien an den Renditen risikoarmer Staatsanleihen ausrichten, können sich mit einer laufenden Verzinsung aus Wohn- oder Gewerbeimmobilien von zwei bis drei Prozent nicht länger zufriedengeben. Dieser Verzinsungsanspruch ist um über 200 Basispunkte angestiegen. Gleiches gilt für die Fremdkapitalseite. Der Einstand für eine klassische 10-Jahres Festzinsfinanzierung pendelt um die drei Prozent Marke. Plus Bankmarge ergibt sich hier schnell ein Gesamtzins von vier bis fünf Prozent. Diese gestiegenen Kapitalkosten müssen Investoren in der Neuanlage weitergeben. Bisher sind jedoch nur wenige Verkäufer bereit, den damit verbundenen Preisrückgang mitzutragen. In der Konsequenz beobachten wir deutlich gesunkene Transaktionsvolumina in mehr oder weniger allen europäischen Immobilienmärkten.

An anderer Stelle erhöhen die gestiegenen Zinsen den Druck auf den Neubausektor. Dieses Segment war in den vergangenen Jahren bereits durch hohe Rohstoffpreise und knappe Ressourcen gebeutelt. Die nunmehr stark gestiegenen Fremdkapitalzinsen, eine restriktivere Darlehensvergabe von Bankenseite sowie ein Rückgang der erwartbaren Verkaufspreise lassen Projektkalkulationen reihenweise ins Minus rutschen. In der Konsequenz gehen auch die Neubauvolumina deutlich zurück. Dass erste Projektentwickler Insolvenz anmelden müssen, war nur eine Frage der Zeit.

Gleichzeitig sind die Mietmärkte gesund. Das weiterhin knappe Angebot an qualita-

tiv hochwertigen Flächen trifft auf eine verhältnismäßig stabile Flächennachfrage, was auch das Mietniveau stabil hält, oder sogar weiter steigen lässt. Wobei speziell im Bürosegment eine Homeoffice-bedingte Spreizung zwischen zentralen CBD-Lagen – die sich weiterhin positiv entwickeln – und dezentralen Stadtrandlagen zu sehen ist. Der Wohnsektor zeigt weiterhin eine Unterversorgung in den demografisch attraktiven Ballungsgebieten, mit in der Folge ebenfalls steigenden Mieten.

Für langfristig orientierte Immobilieninvestoren gilt es, die Investment- und Mietmärkte genau zu beobachten und sich auf verschiedene Szenarien einzustellen. Klar ist, wer in den vergangenen Jahren eine risikoarme Core-Strategie verfolgt hat, kommt zum einen besser durch die aktuell volatileren Zeiten und profitiert zum anderen von weiter steigenden Mieteinnahmen im Bestand. Darüber hinaus bietet sich eigenkapitalstarken Investoren die Möglichkeit, langfristig vorteilhafte Transaktionen abzuschließen, während Verkäufer sukzessive von ihren hohen Preisforderungen Abstand nehmen. Gerade Versicherungen und ähnlich ausgerichtete Investoren wie Pensionskassen oder Versorgungswerke finanzieren Immobilien weit überwiegend aus eigenen Mitteln beziehungsweise Prämieinnahmen. Dadurch sind sie von den geänderten Finanzierungsbedingungen sowie Marktschwankungen weit weniger betroffen als andere Marktteilnehmer.

### Immobilien weiterhin Stabilitätsanker

Die positive Nachricht lautet: Immobilien werden ihrer Rolle im Portfolio weiterhin ausgesprochen gut gerecht. Die Mietmärkte sind gesund und verzeichnen eine stabile Nachfrage, vor allem nach hochwertigen Flächen, und teilweise weiter steigende Mieten. Gleichzeitig hat für Investoren die Bedeutung des Inflationsschutzes durch Immobilien einen ungebrochen hohen Stellenwert. Des Weiteren sind Immobilien mit ihren berechenbaren und stabilen Cashflows ein wichtiger Baustein im Asset-Liability-Management. Versicherungen können damit ihre Zahlungsverpflichtungen im Kerngeschäft abdecken. Aus der Perspektive eines langfristigen Investors betrachtet, gelten Immobilien auch weiterhin als Stabilitätsanker in einem breit diversifizierten Portfolio.

DER AUTOR

### UWE KRAUSE

Leiter Real Estate  
Fund Management,  
MEAG MUNICH ERGO  
AssetManagement GmbH,  
München



Foto: MEAG

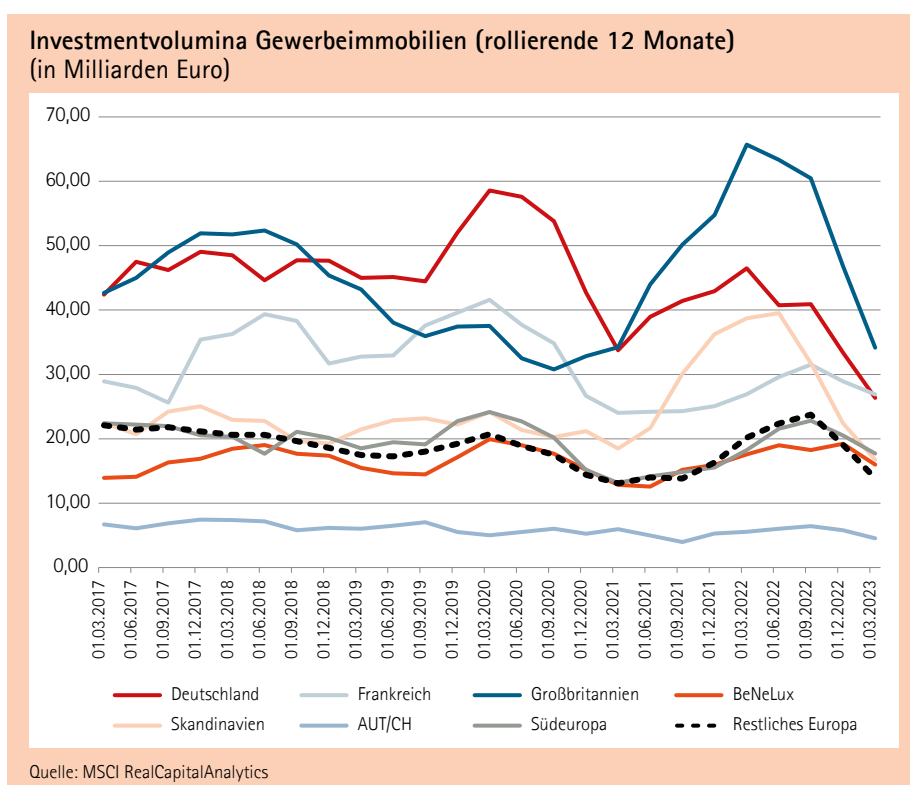
Zudem gilt: Wer einen Anlagehorizont von mindestens 20 bis 30 Jahren und damit einen ganzheitlichen Wertschöpfungsansatz über den gesamten Lebenszyklus der Immobilie hinweg verfolgt, kann relativ unabhängig von Marktphasen investieren. Dabei empfiehlt sich eine breite regionale und sektorale Diversifikation in unterschiedliche Nutzungsarten und Länder. Ein umfassendes Research hilft bei der Einordnung der einzelnen Segmente. Die MEAG hält im aktuellen Umfeld an ihrer bisherigen Akquisitionstrategie fest und konzentriert sich sektoral auf Büroimmobilien in zentralen Lagen, das Logistik-Segment sowie Wohn- und Fachmarktimmobilien. Regional liegt der Investitionsfokus auf stabilen Volkswirtschaften in Europa sowie den USA.

Als langfristiger Bestandhalter ist die MEAG dabei nicht auf kontinuierlich hohe Transaktionsvolumina angewiesen. Abseits der aktuellen Flaute am Investmentmarkt bleibt das Assetmanagement im Bestand, mit Fokus auf die Bereiche Neu- und Anschlussvermietung, technisches Lebenszyklusmanagement und ESG-Optimierung. Klarer Kompass ist dabei die Erzielung eines langfristig stabilen Cashflow. Das rund 15 Milliarden Euro große Immobilienportfolio der MEAG unterteilt sich dabei in Direkt- und Fondsanlagen.

### Eine Strategie für alle Szenarien

Ein tiefgehendes Verständnis zur aktuellen Entwicklung in den unterschiedlichen Immobiliensegmenten und -regionen zu haben, ist nur der erste Baustein. Wichtiger ist der Blick nach vorne und die Frage, wohin sich Preise und Mieten entwickeln werden. Bei diesem zweiten Baustein hilft kompetentes Research mit unterschiedlichen Szenarien. Denn klar ist: Bei den hohen Unsicherheiten und komplexen Wirkungsketten sowohl in der Geopolitik als auch an den Finanzmärkten macht es keinen Sinn, sich auf ein einziges denkbare Szenario zu versteifen. Die genaue Entwicklung kann niemand vorhersagen, aber Investoren können sich mit der richtigen Strategie auf verschiedene Szenarien vorbereiten. Für die MEAG stehen dabei unter anderem zwei mögliche Entwicklungen im Fokus:

Im ersten Szenario gelingt es, die Inflation in den kommenden Monaten wieder unter Kontrolle zu bekommen, wodurch auch die Zinsen sinken würden. Gleichzeitig erholt sich die Konjunktur, was weitere positive Impulse speziell für die gewerbliche Flächennachfrage gibt. Für den Immobilien-Investmentmarkt bedeutet dies eine Annäherung von Käufer- und Verkäuferseite. Es



pendelt sich ein zumindest planbareres Preisniveau ein. Der Transaktionsmarkt sollte in der Folge wieder anziehen. Auch die Mietpreise befinden sich in diesem Fall weiterhin auf einem erfreulichen Niveau.

Das zweite Szenario dagegen wäre von einer anhaltend hohen Inflation und damit verbunden hohen Zinsen durch die Notenbanken geprägt. Eine konjunkturelle Eintrübung wäre zu erwarten. Die Preisfindung für Immobilien würde noch länger andauern und der Druck auf einzelne Segmente zunehmen. Selbst die Mietmärkte könnten sich unter diesen Umständen abschwächen. Für beide Szenarien gilt: Mit einem risikoorientierten Ansatz sind Investoren gut gerüstet, um die vielfältigen Herausforderungen zu meistern.

### Das richtige Gespür für ein resilientes Immobilienportfolio

Im Fokus stehen qualitativ hochwertige Immobilien an Standorten, die für die jeweilige Nutzungsart langfristig attraktiv sind. Im Bürosegment sind dies in der Regel zentral gelegene Innenstadtbereiche – gerne CBD genannt – mit einer gewachsenen städtischen Infrastruktur und sehr guter verkehrstechnischer Anbindung. Diese Standorte bleiben für Büronutzer attraktiv, auch wenn sich der Flächenbedarf pro Mitarbeiter aufgrund zunehmender Arbeit von daheim und moderner „New Work“-Konzepte reduzieren wird.

Diese Attraktivität lässt sich gut am weiteren Anstieg der Spitzenmieten ablesen. Denn es fehlt an Flächen, um die hohe Nachfrage nach attraktiven Büros zu bedienen, welche die Mitarbeiter ins Büro locken. Risiken erhöhter Leerstände oder deutlich sinkender Mieten sehen wir hier aktuell nicht. Wichtig ist zusätzlich eine hohe Gebäudequalität mit einer flexiblen Flächenstruktur, um auch zukünftig anpassungsfähig zu sein für geänderte Mieteransprüche. Eine diversifizierte und bonitätsstarke Mieterbasis sowie mittel- bis langfristige, inflationsgekoppelte Mietverträge sichern den Cashflow in beiden Szenarien. Auf diese Qualitäts- und Lagemerkmale gilt es im Rahmen einer Ankaufsdue-Diligence ganz besonders zu achten.

Ebenso lassen sich Wohnlagen gut analysieren und einordnen. Basierend auf der jahrzehntelangen Erfahrung aus den eigenen Beständen zeigt sich, dass sich in guten und sehr guten Wohnlagen wirtschaftlich starker Mittel- und Großstädte dauerhaft hohe Vermietungsstände und damit stabile und im Trend steigende Mieteinnahmen erzielen lassen. Und dies unabhängig von wirtschaftlichen Zyklen oder volatilen Entwicklungen an den Finanzmärkten.

Im Logistik- oder Fachmarktsegment haben sich ebenfalls feste Lagekriterien herausgebildet. Im Fachmarktsegment muss es dabei nicht zwingend die zentrale Innenstadtlage sein. Fachmärkte oder Fachmarkttagglo-



merationen – häufig mit einem Lebensmittelanker – an verkehrstechnisch gut erreichbaren Standorten, können sich langfristig erfolgreich entwickeln. Vorausgesetzt, der Standort ist für das relevante Einzugsgebiet dominant und die Konzeption schafft eine Magnet- und Kopplungswirkung.

Bei Logistikimmobilien liegt der Schwerpunkt auf der Analyse von überregionalen und lokalen Warenströmen. Hieraus haben sich in den vergangenen Jahren klare Lagecluster abgeleitet, die sich – wenig überraschend – an zentralen Autobahnachsen und der Nähe zu Metropolregionen ausrichten lassen. In beiden Segmenten sichern mittel- bis langfristige Mietverträge den Cashflow auch über Zyklen hinweg. Unsere Erfahrungen aus den eigenen Beständen zeigen, dass Logistik- oder Einzelhandelsmieter etablierte Standorte nach Mietvertragsauslauf nicht verlassen und sich damit Wiedervermietungen aus Eigentümersicht erfolgreich gestalten lassen.

In beiden Szenarien kommen Investoren gut weg, die bisher gar nicht oder nur begrenzt auf Fremdkapital angewiesen waren. Sie sind weniger vom hohen Zinsniveau und dem Rückgang an verfügbarem Fremdkapital betroffen. Eine diversifizierte Fremdkapitalstruktur hilft zusätzlich dabei, nicht alle Darlehen auf einmal zurückzahlen zu müssen. Gut, wer in den vergangenen Jahren seine Darlehenslaufzeiten bewusst breit gefächert hat und das niedrige Zinsniveau langfristig sichern konnte.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass ein regional und sektoral diversifiziertes und qualitativ hochwertiges Immobilienportfolio in beiden Szenarien stabile Cashflows verspricht und damit geeignet ist für Investoren, die in ihrer Asset- und Liability-Steuerung eine dahingehende Diversifikation zu den Wertpapierportfolios suchen.

### ESG: Dauerbrenner statt Hype

Unabhängig vom Segment ist ein Thema inzwischen stets gesetzt: ESG. Denn die meisten Marktteilnehmer streben mittlerweile mittel- bis langfristig Klimaneutralität über ihr gesamtes Immobilienportfolio an. Bei der MEAG soll dies bis spätestens 2050 der Fall sein. Das bedeutet, dass sowohl der Bestand weiterentwickelt als auch ein hohes Qualitätsniveau bei Akquisitionen angestrebt werden muss. Eine tiefgehende ESG-Due-Diligence gehört heutzutage zum festen Bestandteil von Ankaufsprüfungen.

Der vermeintlich gute Kauf darf nicht in einigen Jahren als Bumerang zurückkommen, beispielsweise hinsichtlich Sanierungsbedarf aus ESG-Gründen, und die Rendite schmälern. Denn nicht-ESG-konforme Immobilien bergen ein hohes Risiko, mittel- bis langfristig geringere Mieteinnahmen zu generieren. In Verbindung mit möglicherweise hohen notwendigen Investitionen kann dies zu signifikanten

Performanceeinbußen und Preisabschlägen im Verkaufsfall führen. Gleichzeitig steigen die Anforderungen der Mieter und Investoren, ihren jeweiligen Interessen und Vorgaben gerecht zu werden. Von Asset Managern sind hier klare Ziele, eine offene Kommunikation und ein transparentes Reporting gefordert.

Die Entwicklungen am Immobilienmarkt bleiben spannend. In den kommenden Monaten wird sich zeigen, in welche Richtung sich Inflation und Zinsen entwickeln werden. Für Investoren, die langfristig eine Allokation in Immobilien anstreben, werden sich unabhängig vom eintretenden Szenarien Investitionschancen ergeben. Denn die derzeit noch geringe Verkaufsbereitschaft vieler Marktteilnehmer kann sich ändern, falls aus Liquiditätsgründen Verkaufsdruck aufkommt, umfangreiche Prolongationen von Finanzierungen anstehen oder Banken bei fallenden Verkehrswerten nicht mehr stillhalten können.

Dem gegenüber steht die stabile Nachfrage eigenkapitalstarker Investoren, die auf Gelegenheiten bei sehr guten Objekten warten können, um sich diese zu attraktiven Preisen zu sichern. So richtig Fahrt aufnehmen dürfte der Transaktionsmarkt voraussichtlich erst im Jahr 2024. Dessen ungeachtet gilt: Mit der richtigen Strategie können Investoren sich für jede Wetterlage rüsten, welche strukturellen Veränderungen der Immobilienmarkt auch verzeichnet. █