



## IM BLICKFELD

### Zinsänderungsrisiken? vdp gibt Entwarnung

Die BaFin hat Angst vor steigenden Zinsen und fürchtet eine Blasenbildung am Immobilienmarkt: „Das Kreditwachstum im Wohnimmobilienbereich ist gerade extrem schnell trotz der Pandemie“, stellte der neue BaFin-Chef Mark Branson jüngst in einem Interview fest. Ähnlich klingt es im Finanzstabilitätsbericht der Deutschen Bundesbank, die ebenfalls ein mehr als wachsames Auge auf die Preisentwicklung an den Immobilienmärkten, vor allem im Wohnimmobilienbereich, hat und schon über den eventuell notwendig werdenden Einsatz der makroprudenziellen Instrumente nachdenkt. Nun liegt es – zum Glück – im Naturell des Aufsehers, tendenziell eher zu pessimistisch und argwöhnisch als zu optimistisch und euphorisch zu sein. Immerhin räumt Bundesbank-Vorstand Joachim Wuermeling der Bankenbranche ein, bislang sehr vernünftig mit der Entwicklung umzugehen und die Kreditvergabestandards hochzuhalten.

Und der Branchenverband vdp? Der stellt natürlich auch ein spürbares Wachstum sowohl bei den Preisen als auch bei den Kreditvolumina fest, sieht darin aber gar kein Problem. Und untermauert dies mit Zahlen. So sind die vergebenen Darlehen zur Wohneigentumsfinanzierung im Jahr 2021 um 8 Prozent auf ein Volumen von rund 270 Milliarden Euro gestiegen. Die Preise für Wohneigentum legten zwischen 2014 und 2021 um durchschnittlich 6,6 Prozent pro Jahr zu und damit deutlich stärker als die Einkommen der Privathaushalte. Soweit decken sich die Einschätzungen von Aufsehern und Branchenvertretern noch. Gleichzeitig, auch das hat der vdp herausgearbeitet, sei im vergangenen Jahr aber auch der Eigenmittelanteil an den Finanzierungen gestiegen. Entsprechend sanken der Fremdmittelanteil von 82 Prozent auf 80 Prozent und die Kreditbelastungsquote – sprich der Anteil der Aufwendungen für die Bedienung des Darlehens an den verfügbaren Einkommen der Erwerberhaushalte – von 26 Prozent auf 25 Prozent. vdp-Hauptgeschäftsführer Jens Tolckmitt will dies als „Beleg für die vorsichtige und risikobegrenzende Darlehensvergabepraxis der Pfandbriefbanken“ gewertet wissen. Und auch die Kunden agierten weiterhin sicherheitsorientiert.

Ist das also ein Widerspruch und die Bankenaufseher übertreiben – mal wieder? Nicht wirklich. Denn der kritische Blick der Aufsichtsbehörden ist dieses Mal nicht mit zu laschen Kreditvergabestandards begründet, sondern es sind die drohenden Zinsänderungsrisiken, die BaFin und Bundesbank ein wenig die Stirn runzeln lassen. Und das sicherlich nicht zu Unrecht: Denn laut vdp haben derzeit gerade einmal knapp 1 Prozent der vergebenen Darlehen eine kurz- und mittelfristige Zinsbindungsfrist. Dagegen ist der Anteil der Darlehen mit einer Zinsbindung bis einschließlich zehn Jahre von 27 Prozent im Jahr 2019 auf aktuell 35 Prozent gestiegen und Darlehen, die den Zins für mehr als zehn Jahre festgeschrieben haben, machen aktuell satte 64 Prozent aus. Aber auch das ist für die Verantwortlichen des vdp kein wirklicher Grund zur Sorge: „Aufseher sehen die Dinge eher skeptisch. Diese vorsichtige Sichtweise können wir verstehen. Wir können aber keine stark überhitzten Märkte feststellen. Und ein Zinsanstieg ist zwar zu erwarten, er wird aber moderat ausfallen“, fasste Präsident Louis Hagen das Geschehen beim virtuellen Kamingsgespräch des vdp zusammen.

Es hängt also einmal mehr an der EZB und ihren geldpolitischen Entscheidungen. Das gilt im Übrigen auch für das deutsche Kapital-

markt-Vorzeigeprodukt, den Pfandbrief. Denn auch im vergangenen Jahr war die Notenbank ein wesentlicher Spieler für die erneut überaus positive Entwicklung des Pfandbriefmarktes. Bereits nach zehn Monaten war mit Neuemissionen von 53,5 Milliarden Euro nahezu das Volumen des Vorjahres mit 59,8 Milliarden Euro erreicht. Fast die Hälfte davon, genau 43,4 Prozent, wurde bei der EZB eingereicht. Und angesichts der doch mehr als spürbaren Zurückhaltung der europäischen Währungshüter, dem Agieren der Kollegen aus UK oder den USA hin zu einem Anziehen der geldpolitischen Zügel – von Zinserhöhungen wollen wir mit Blick auf 2022 gar nicht sprechen – zu folgen, wird sich daran so schnell nichts ändern. Gut für die Pfandbriefbanken, schlechter für die Banken allgemein, aber auf jeden Fall wenig Grund zur Sorge vor Zinsänderungsrisiken. P.O.

### Real Estate & Integrität – von starken Werten profitieren

Die Pandemie hat die deutsche Wirtschaft auf eine harte Probe gestellt. Kleine wie große Unternehmen sehen sich noch immer mit immensen Herausforderungen konfrontiert – strukturell, prozessual, aber auch das Personal betreffend. Die Liste an Baustellen ist lang und wird so schnell nicht kürzer – auch in der Immobilienwirtschaft. Neben den pandemiebedingten Auswirkungen, die im Real-Estate-Markt zu einem strukturellen Wandel führen, sind es auch immer höhere regulatorische und ethische Anforderungen auf nationaler und internationaler Ebene, die die Unternehmen zunehmend beschäftigen. Die Einhaltung von ESG-Kriterien und der Trend zum nachhaltigen Investieren seien hier exemplarisch erwähnt. Angesichts dieser radikalen Veränderungen müssen viele Branchenplayer ihre Strategien neu justieren. Große Umstrukturierungen sind an der Tagesordnung. Für die Menschen innerhalb einer Organisation bedeutet das in erster Linie: Unsicherheit. Viele sind mit der Komplexität an neuen Aufgaben überfordert, die Versuchung zu unrechtmäßigem Handeln könnte steigen. Mehr denn je kommt es nun auf Integrität als Grundhaltung an. Auf ethische Prinzipien wie Ehrlichkeit, Aufrichtigkeit, Authentizität, Offenheit und Transparenz. Vielfach ist es aber noch immer so, dass die Bedeutung von organisationaler Integrität unterschätzt wird.

Das mag zum Teil daran liegen, da Integrität ein zugegebenermaßen abstrakter, erklärungsbedürftiger und Mitarbeitern daher schwer zu vermittelnder Begriff ist. Wahrscheinlich aber auch daran, dass soziale Konstrukte wie „Werte“, „Kultur“ oder eben auch Integrität im traditionellen, zahlengetriebenen Managementverständnis noch immer bestenfalls als „weiche“ – und irgendwie auch obskure – Faktoren gelten. Integrität ist für Unternehmen aus der Immobilienwirtschaft aber relevant auf zwei Wirkungsweisen: Die Verringerung von Risiken auf der einen Seite und die Steigerung des Unternehmenswertes auf der anderen. Bereits ein einziger unrechtmäßiger Vorfall kann weitreichende Folgen hinsichtlich der Reputation haben. Er kann hohe Straf- und Schadensersatzzahlungen bedeuten, die individuelle Strafverfolgung oder hohe Umsatzverluste. Gleichzeitig könnten die für die Branche so wichtigen Investoren das Vertrauen verlieren und den Rückzug antreten. Eine starke Integritätskultur kann Fehlverhalten vorbeugen und sich als „Sicherheitsgurt“ erweisen. Gleichzeitig wirkt sich gelebte Integrität nachhaltig auf den Unternehmens- und Markenwert aus. Die Einhaltung von ESG-Aspekten wird für Investoren immer wichtiger, weshalb es sich für die Unternehmen lohnt, in Integritätsmaßnahmen zu investieren.

Auch die Unternehmensattraktivität wird positiv beeinflusst. Nicht nur hinsichtlich der Kunden und potenzieller neuer Mitarbeiter, sondern Integrität erhöht die Zuverlässigkeit und Effizienz in der Zusammenarbeit und steigert auf diese Weise auch die Mitarbeiterzufriedenheit. Unternehmen aus der Immobilienwirtschaft sollten im Hinblick auf ihre zukünftige Strategie respektive ihrer Corporate Identity also Integrität von Beginn an miteinbeziehen – ebenso wie bei der Auswahl ihrer Mitarbeiter. Eine kritische Masse an Mitstreitern zu dem Thema ist wichtig, wenn nicht gar erfolgsentscheidend.

*Dr. Katja Nagel, Geschäftsführerin,  
Global Organizational Integrity Institute GmbH, München*

## Büroinvestments: gute Chancen abseits der ausgetretenen Pfade

Bei der Betitelung ihrer 5-Prozent-Studie flüchtet sich Bulwiengesa von Jahr zu Jahr ein wenig mehr in Galgenhumor: „Notfalls ohne Rendite“ wurde das jüngste Werk getauft. Es bringt damit eindrücklich zum Ausdruck, dass die zu Pandemiebeginn durchaus verbreitete Hoffnung auf „Immobilien Schnäppchen“ nicht Realität geworden ist. Stattdessen ist und bleibt der deutsche Immobilienmarkt Investors' Darling, Ausdruck findet dieser anhaltend intensive Wettbewerb vor allem im Core-Bürosegment der sieben A-Städte: Die dort zu erzielenden Nettoanfangsrenditen beziffern die Researcher auf eine Spanne von gerade einmal noch 0,2 bis 2,9 Prozent.

Gut möglich, dass damit für den ein oder anderen institutionellen Investor so langsam die Stunde schlägt, sich nach Alternativen abseits der ausgetretenen Pfade umzusehen. Und glücklicherweise verfügt Deutschland ja – anders als etwa Großbritannien oder Frankreich – über einen ausgesprochen polyzentrisch strukturierten Immobilienmarkt. Darmstadt, Kassel, Wuppertal – das mag wenig glamourös klingen, es handelt sich hierbei aber nicht zuletzt um die Heimat vieler berühmt-berühmter „Hidden Champions“ aus dem deutschen Mittelstand.

Ihr konkretes Büroimmobilien-Potenzial hat Bulwiengesa nun in einer weiteren Studie im Auftrag der Demire Mittelstand Real Estate AG unter die Lupe genommen. Und siehe da, die Fundamentaldaten der 35 analysierten Sekundärstandorte sind durchaus vielversprechend und müssen den Vergleich mit den „Großen“ keineswegs scheuen. So konnte in der Zehnjahresbetrachtung (2011 bis 2020) mit Ausnahme von Schwerin und Trier an allen Sekundärstandorten eine Zunahme der Bürobeschäftigten verzeichnet werden. Die Spitzenreiter Münchner Umland (plus 27 Prozent), Wolfsburg (25 Prozent) und Leipzig (21 Prozent) übertrumpften hier sogar die Performance der A-Städte (plus 19 Prozent). Entsprechend positiv fällt auch der Blick auf die Entwicklung der Leerstandsquoten aus: An 32 der 35 analysierten Standorten war diese im Beobachtungszeitraum rückläufig. Gleich sechs Städte – darunter Leipzig mit einem Leerstandsabbau von 12,6 Prozent – konnten diesbezüglich die A-Städte (minus 5,6 Prozent) hinter sich lassen.

Anders ist das Bild dagegen bei den Mieten: Hier behielten die A-Städte im Zehnjahresvergleich mit einem Wachstum von durchschnittlich 57 Prozent klar die Oberhand. Das Plus bei den Sekundärstandorten bewegt sich in einer Spanne von 4 (Darmstadt) und 48 Prozent (Leipzig). Das ist somit also etwas weniger dynamisch, aber summa summarum noch immer eine sehr stabile Wach-

tumsstory. Die Frage nach der Stabilität ist freilich auch die entscheidende mit Blick auf die kommenden Jahre. Und hier könnte den Büromärkten der Mittelstädte eines ihrer Kernmerkmale zugutekommen, wie Bulwiengesa-Vorstand Sven Carstensen bei der Studienpräsentation betonte: „Im Gegensatz zu den A-Städten ist im überwiegenden Teil der Sekundärstandorte die Bautätigkeit bedarfsorientiert ausgerichtet, sodass neue Büroflächen nur im geringen Umfang spekulativ entwickelt werden. Dies verringert die Wahrscheinlichkeit von Marktverwerfungen.“

Gerade vor dem Hintergrund der noch nicht gänzlich abschätzbaren Effekte der Pandemie (Stichwort „Homeoffice“) muss dies weiter genau beobachtet werden. Laut Studie ist mit Einsetzen der Corona-Pandemie im Frühjahr 2020 in den A-Standorten jedenfalls bereits eine deutlich geringere Vermietungsleistung zu registrieren gewesen, wovon vor allem die B-Städte profitierten: 2020 konnten diese erstmals 25 (zehnjähriges Mittel: 21) Prozent des bundesweiten Büroflächenumsatzes auf sich vereinen. Klar ist aber auch: Das Auffinden solcher unentdeckten Perlen ist mit nicht zu unterschätzendem Aufwand verbunden. Denn gerade bei Investments in kleineren Städten ist es wichtig, die Funktionsweise dieser Märkte genau zu verstehen. Das impliziert in aller Regel viel mühsame Handarbeit, denn die relevanten Daten sind bedeutend schwieriger aufzutreiben als in den großen Städten. Umso wichtiger sind Studien wie diese von Bulwiengesa und Demire, um mehr Transparenz zu schaffen. ph

## Klimastudie: frische und lohnenswerte Denkanstöße

Auf der australischen Insel Tasmanien entsteht derzeit eine 10·4·3 Meter große Stahlkonstruktion, die als „Blackbox der Erde“ für künftige Generationen detailliert dokumentieren soll, wie wir im Hier und Jetzt mit der Klimakrise umgegangen sind. Der Hintergrund des Projekts ist ziemlich düster, denn im Prinzip handelt es sich um ein Aufzeichnungsgerät, das im schlimmsten Fall einer postapokalyptischen Gesellschaft zeigt, wie es zum Klimakollaps kommen konnte. Noch ist es aber nicht so weit und es bleibt die Hoffnung, dass das Pariser Klimaschutzziel, das bekanntlich eine Erderwärmung von





maximal 1,5 Grad vorsieht, irgendwie erreicht werden kann. „Irgendwie“ ist dabei natürlich kein wirklich vernünftiger Ansatz, weshalb in allen Lebensbereichen fortlaufend und fieberhaft nach wissenschaftlich fundierten, zugleich aber auch praktikablen, sozial ausgewogenen sowie schnellstmöglich wirksamen Maßnahmen zur Emissionsreduktion von Treibhausgasen (THG) gesucht wird.

Frische Denkanstöße, wie diese Quadratur des Kreises im Fall des deutschen Gebäudesektors gelingen kann, liefert eine brandneue Studie der Professoren Manfred Norbert Fisch (Steinbeis-Innovationszentrum Energieplus) und Kunibert Lennerts (Karlsruher Institut für Technologie) im Auftrag des ZIA. Zur Erinnerung: Mit der Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts vom April 2021 wurden die Einsparziele für alle Sektoren nochmals deutlich verschärft. Für den Gebäudebereich bedeutet dies, dass bereits bis 2030 eine Halbierung der Treibhausgasemissionen erreicht werden muss. Die größten Hebel auf dem Weg dorthin identifizieren Fisch und Lennerts in der Betriebsoptimierung, der Solarisierung der Dachflächen zur Stromproduktion, dem Ausbau beziehungsweise Anschluss an Fernwärmenetze sowie dem Umstieg auf Wärmepumpen. Allein mit der Betriebsoptimierung ließen sich bei Wirtschaftsimmobiliën im Mittel bis zu 30 Prozent der Endenergie einsparen, für Wohnimmobiliën seien 8 bis 10 Prozent realistisch. Die Professoren fordern deshalb eine deutliche Erhöhung des aktuell bei 20 Prozent liegenden Fördersatzes für Effizienzmaßnahmen an der Anlagentechnik.

Wenig überraschend enthält die Studie viele weitere Ratschläge in Richtung der Politik, sei es eine langfristig festgelegte Einspeisevergütung für Solarstrom, der Abbau regulatorischer Hürden für Mieterstrommodelle oder die Anreizsetzung zur besseren Nutzung von PV-Flächenpotenzialen auf großen Gewerbe- oder Industrieimmobiliën. Ganz grundsätzlich wünschen sich Fisch und Lennerts vor allem eine Harmonisierung beziehungsweise grundlegende Vereinfachung der heterogenen Gesetzeslage. „Mehr als 3000 Seiten Vorschriften zum Klimaschutz hat der geneigte Leser zu bewältigen, die für den Gebäudebereich relevant sind“, klagte Fisch im Rahmen der Studienpräsentation, wobei diese Zahl noch gar nicht die zugehörigen technischen oder sonstigen Anhänge umfasse (allein der Anhang des finalen Berichts zur Taxonomie der EU umfasst über 590 Seiten). Darüber hinaus müsse die gesamte Regulatorik stringent von Primärenergiebedarf auf THG-Emissionen umgestellt werden, denn nur so sei eine effektive Erfolgsmessung möglich. Die für 2022 geplante Novellierung des Gebäudeenergiegesetzes (GEG) sehen sie als erste wichtige Weichenstellung in diesem Zusammenhang. Klara Geywitz wird zum Start in das neue Amt als Bundesbauministerin sicher einen riesigen Berg an Lektüre auf ihrem Schreibtisch vorfinden. Es wäre nicht schlecht, wenn die Studie von Fisch und Lennerts möglichst weit oben auf dem Stapel landet. Denn so umfassend und ideologiefrei hat sich schon lange niemand mehr der Gretchenfrage nach den besten Rahmenbedingungen zur Dekarbonisierung des Gebäudesektors gewidmet.

ph

## Listed Real Estate: Hohe Volatilität ist ein Mythos

Im aktuellen Kapitalmarktumfeld gelten Immobilieninvestments immer noch als sicherer Hafen in der strategischen Asset Allocation. Sie gelten als relativ krisenfest, solide, wenig volatil und sogar inflationssicher. Sie liefern regelmäßige Cashflows, während

„sichere“ Anleihen kaum noch Zinsen bringen und an den Aktienmärkten angesichts von Rekordbewertungen und Inflationssorgen höhere Volatilitäten befürchtet werden. Bestimmte Segmente des Immobilienmarkts hingegen profitieren von langfristigen strukturellen Trends. Die Frage ist, welcher der beste Weg zum Immobilieninvestment ist. Ein diversifiziertes Portfolio aus Direktinvestments ist nur für professionelle Investoren mit hohen Anlagevolumina und großer Inhouse-Expertise ein gangbarer Weg. Viele Investoren scheuen zu Recht Klumpenrisiken und Verwaltungsaufwände und setzen auf klassische offene oder geschlossene Immobilienfonds (AIF) – und nehmen damit Nachteile in Kauf, vor allem hohe Transaktionskosten und eine oftmals schlechte Fungibilität (Handelbarkeit). Der Erwerb von Aktien börsennotierter Immobilienbestandshalter hingegen wird gar nicht erst in Betracht gezogen. Schließlich handele sich dabei ja um ein Aktien- und nicht um ein Immobilieninvestment.

Pro forma mag das stimmen, und doch ist es eine Fehleinschätzung. Verschiedene Studien belegen, dass Immobilienaktien bestenfalls kurzfristig mit der allgemeinen Börsenentwicklung schwanken; mittel- und langfristig hingegen bewegen sie sich eher im Takt der Immobilienmärkte. So kommen Martin Hoesli und Elias Oikarinen in einer Untersuchung von 2019 („Does Listed Real Estate behave like Direkt Real Estate?“) zu dem Ergebnis, dass Immobilienaktien bereits ab einer Haltedauer von zwei Jahren stärker mit den Immobilienmärkten korrelieren. Der Kausalzusammenhang besteht in dem stabileren Ertragsprofil, das sich hauptsächlich aus regelmäßigen Mieterträgen speist. Mittelfristig sind Immobilienaktien unter Diversifizierungsaspekten also eher Immobilie als Aktie und deshalb sehr gut zur Portfoliostabilisierung geeignet.

Dabei können Immobilienaktien oder entsprechende Fonds klare Vorteile gegenüber Immobilien-AIF ausspielen: Sie sind börsentäglich handelbar, die Transaktionskosten sind gering, hohe Transparenz ist gegeben und es wird wenig spezifisches Fachwissen vorausgesetzt. Vorübergehende Unterbewertungen stellen zudem ideale Einstiegsgelegenheiten dar. Diese Features sollten sowohl Privatanleger als auch semiprofessionelle und institutionelle Investoren überzeugen. Sie können aus einem großen Pool an Zielunternehmen schöpfen. Weltweit gibt es mehr als 3000 Immobilienaktiengesellschaften mit einem Börsenwert von zusammen mehr als drei Billionen US-Dollar, die ihre Erträge vor allem aus der Bewirtschaftung von Immobilien generieren. Dazu zählen auch REITs, die ihre Gewinne zum großen Teil an die Aktionäre steuerfrei ausschütten können.

Anders als ETFs, die Aktienindizes passiv nachbilden, bieten aktiv gemanagte Immobilienaktienfonds neben günstigen Einstiegschancen zudem die Möglichkeit, schon heute in die besonders attraktiven neuen Sektoren investieren zu können. Gemäß einer Umfrage von PWC und dem Urban Land Institute („Emerging Trends in Real Estate 2022“) bieten gerade die neuen Sektoren wie „Digital Real Estate“ (Infrastruktur für Mobilfunk und Data-Center) und „Life Science“ besonders großes Potenzial. In solche Segmente kommt man über Direktinvestments oder AIF jedoch nur schwer hinein. Investoren, die beispielsweise von Handelsimmobiliën stärker in diese Richtung umschichten wollen, sollten deshalb zunehmend entsprechende Immobilienaktien beziehungsweise -fonds mit vorausschauender Strategie dazu nutzen.

*Dr. Karim Rochdi, Managing Partner,  
AVENTOS Capital Markets GmbH & Co. KG, Berlin*