

The logo for vdp (Verband der Immobilienmakler) is displayed in white lowercase letters on a dark red rectangular background.The title 'SPOTLIGHT' is written in large, bold, black uppercase letters. Below it, the word 'IMMOBILIEN' is written in smaller, red uppercase letters. The background of the header features a blue-tinted architectural rendering of a modern building with a complex, geometric glass and steel facade.

09.2017_ Der Büroimmobilienmarkt in Deutschland

Mieten, Renditen und aktuelle Tendenzen im Finanzierungsvolumen

von Dr. Franz Eilers und Thomas Hofer, vdpResearch, Berlin

Führt man sich die aktuelle Büromarktentwicklung in Deutschland vor Augen, so ist es einmal mehr geboten, zwischen dem Flächenmarkt und dem Investmentmarkt zu unterscheiden. Der Flächenmarkt, auf dem Büros von Eigentümern gegen Miete angeboten und von Unternehmen nachgefragt werden, ist gegenwärtig in guter Verfassung. Auch die Perspektiven erscheinen so positiv wie lange nicht mehr.

Für den Investmentmarkt kann dies jedoch nur eingeschränkt behauptet werden. Hier werden nicht Nutzungsrechte an Büroflächen angeboten und nachgefragt, sondern Eigentumsrechte an bestehenden Büroobjekten gehandelt. Zweifelsohne boomt der Investmentmarkt derzeit. Doch Boomphasen sind nicht selten mit inflatorischen Entwicklungen verbunden und es stellt sich vor diesem Hintergrund die Frage, ob das Wachstum der letzten Jahre – ohne in Preisüberreibungen zu münden – anhalten kann.

Im Folgenden wird die Büromarktentwicklung sowohl im Hinblick auf den Flächen- als auch den Investmentmarkt beschrieben. In Verbindung mit dem Flächenmarkt werden wir darüber hinaus auch auf die Neubautätigkeit eingehen und zudem darstellen, wieviel Eigen- und Fremdkapital in den letzten Jahren für den Erwerb und den Bau von Büroimmobilien aufgebracht wurde.

Büroflächenmarkt

Der Büroflächenmarkt ist in einer guten Verfassung. Die Gründe hierfür liegen vor allem auf der Nachfrageseite. Vor dem Hintergrund der stabilen, arbeitsplatzerhöhenden gesamtwirtschaftlichen Entwicklung wächst die Büroflächennachfrage seit Jahren. Ein Indikator, an dem diese Entwicklung gut abzulesen ist, ist die Zeitreihe zur Vermietungsleistung in sechs großen Büromärkten Deutschlands¹⁾, die von der Gesellschaft für Immobilienmarktforschung (gif e.V.) jährlich zusammengestellt wird. Diese Zeitreihe folgt – unterbrochen von leichten jährlichen Schwankungen – seit 2010 einer Aufwärtsbewegung, die zudem in den letzten drei Jahren deutlich an Kraft gewinnen konnte. 2016 wurden in den sogenannten Top-Märkten mehr Flächen vermietet als im Jahr 2000, dem Jahr mit den bisher höchsten Flächenumsätzen.

Hinzu kommt, dass das Angebot an Büroflächen lediglich moderat wächst. Anders als in der ersten Hälfte der neunziger Jahre und um die Jahrtausendwende wird aktuell trotz der guten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen vergleichsweise wenig in die Errichtung neuer Bürogebäude investiert (vgl. Abbildung 1). Seit 2004

bewegt sich die pro Jahr fertig gestellte Nutzfläche im Durchschnitt bei rund 2,5 Millionen m², während in den neunziger Jahren mehr als 5 Millionen m² p. a. neu auf den Markt gebracht wurden. Die niedrigen Fertigstellungszahlen der letzten Jahre erklären sich im Wesentlichen aus den Überkapazitäten bzw. den Altlasten der Boomphase zu Beginn des Jahrtausends.²⁾ Zwischen 1999 und 2004 stieg der Büroflächenleerstand in den Top-Märkten von unter 3 % auf mehr als 10 %. Maßgeblich hierfür waren Neubauten, die im Zuge der „dot.com-Euphorie“ Ende der neunziger Jahre geplant und projektiert wurden und die dann in der ersten Hälfte der 2000er Jahre bezugsfertig auf den Markt kamen, als der Boom seinen Höhepunkt längst überschritten hatte und die Nachfrage dementsprechend schwächelte. Diese Jahre waren von einem geradezu sprichwörtlichen „Schweinezyklus“ geprägt.

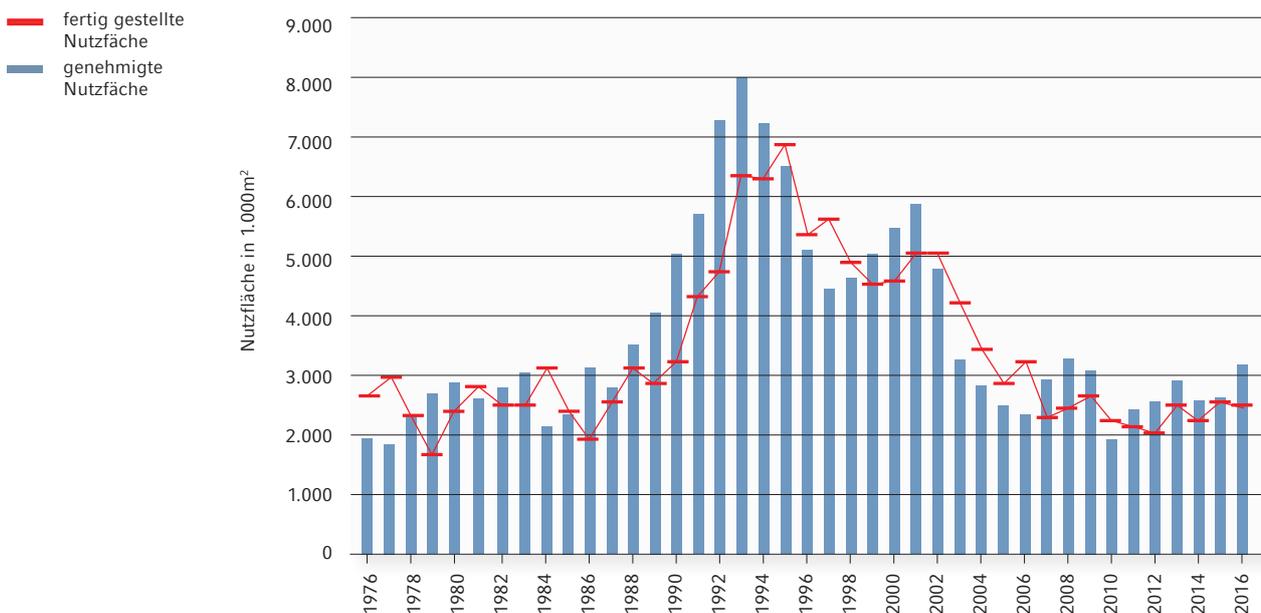
Heute - Mitte 2017 - stehen in den großen deutschen Büromärkten weniger als 5 % der Büroflächen leer, bundesweit ist sogar von einer noch geringeren Leerstands-

¹⁾ Hierbei handelt es sich um die Büromärkte Berlin, Hamburg, München, Köln, Frankfurt und Stuttgart. Von den sieben Top-Märkten fehlt lediglich Düsseldorf.

²⁾ Daneben dürfte auch eine vergleichsweise vorsichtige Kreditvergabe der Banken zu der moderaten, marktconformen Neubautätigkeit beigetragen haben.

ABBILDUNG 1

Neubau von Bürogebäuden in Deutschland



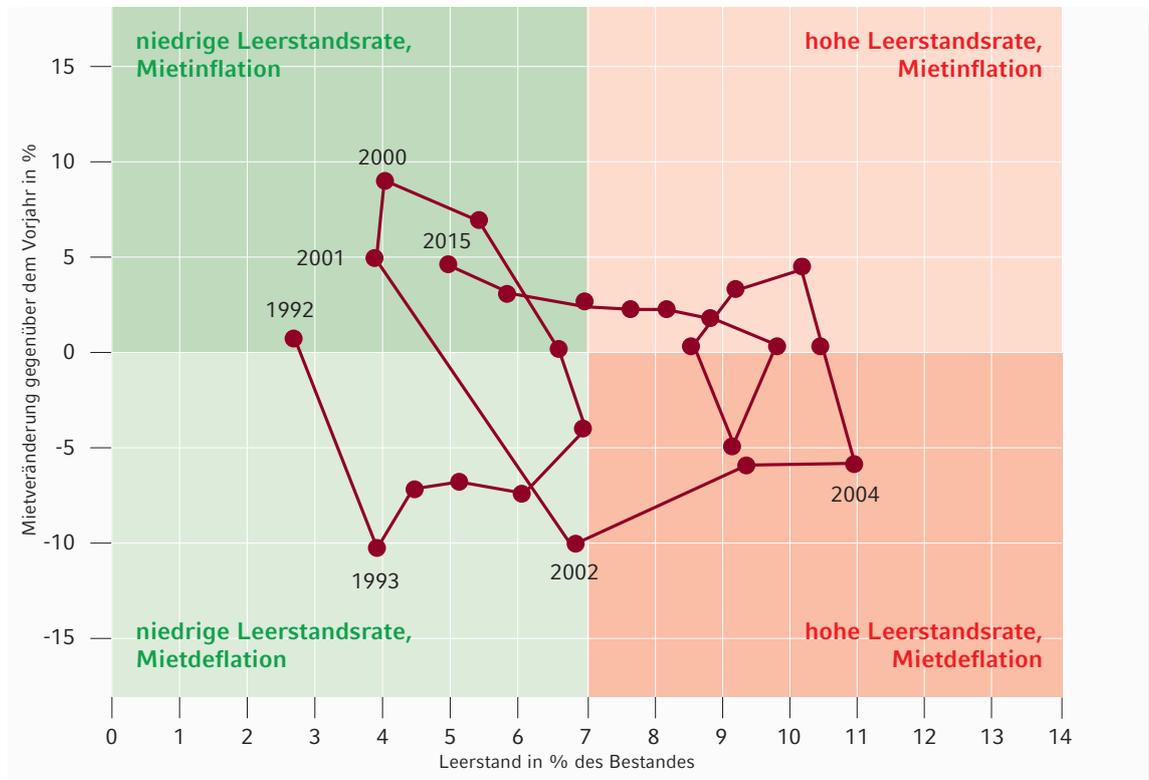
Anmerkung:

Genehmigungen: ab 1991 Deutschland; vorher alte Bundesländer

Fertigstellungen: ab 1993 Deutschland; vorher alte Bundesländer

ABBILDUNG 2

Büroflächenleerstand und Veränderung der Büromieten



Quelle: vdpResearch

rate auszugehen. Dies führt uns zu dem Ergebnis, dass die Situation auf den Büroflächenmärkten vorerst günstig bleiben wird. Denn das niedrige Leerstands-niveau trifft erstens auf eine stabile Flächennachfrage und zweitens auf eine verhaltene Neubautätigkeit. Der wirtschaftliche Aufschwung in Deutschland wird nach Einschätzungen der Deutschen Bundesbank, der OECD, des IMF und anderer Institutionen in den nächsten Jahren anhalten. Der Aufschwung ist dabei ausreichend, um eine weiterhin günstige Arbeitsmarktentwicklung zu bewirken. Dies stützt die Nachfrage nach Büroflächen, zumal über die kommenden ein bis zwei Jahre hinaus mit einer Fortsetzung des Aufschwungs gerechnet wird. Gleichzeitig deuten die Baugenehmigungen für die nächsten zwei Jahre auf eine nur mäßige Neubautätigkeit hin. So wird im laufenden Jahr 2017 das Fertigstellungsvolumen zwar leicht steigen, aber nicht ausreichend hoch sein, um der zusätzlichen Flächen-nachfrage gerecht zu werden. Für die nächste Zeit besteht mithin nur ein geringes Risiko, dass die Leerstände auf den Büromärkten in Deutschland steigen.

Der Abbau der Leerstände war in den letzten Jahren von einem moderaten Mietanstieg begleitet, Abbildung

2 verbindet diese beiden Entwicklungen. Sie formuliert einen Zusammenhang zwischen Leerstands-niveau und Mietanstieg. Die dahinterstehende Vorstellung ist: Je weniger Bürofläche leer steht, d. h. je größer der Nachfragedruck auf den Büroflächenmärkten ist, desto höher ist der Anstieg der Büromieten. Tatsächlich zeigt die Abbildung einen solchen inversen Zusammenhang zwischen der Höhe der Leerstände (Ursache) und der Mietpreisentwicklung (Wirkung). Dabei wird in der Abbildung für das Jahr 2016 eine Kombination aus Leerstand und Mietanstieg angezeigt wie sie zuletzt in den Jahren 1992, 2000 und 2001 realisiert wurde. Bei genauerer Betrachtung ist die Situation heute sogar besser als in diesen Jahren. Denn im Gegensatz zum Jahr 1992 und zu den Jahren 2000/2001 ist – wie erwähnt – die Neubautätigkeit im Sektor Büro- und Verwaltungsgebäude außerordentlich moderat und nicht durch Sondereffekte wie die Wiedervereinigung oder eine spekulative Investitionswelle im Rahmen des Internetbooms geprägt. Mit anderen Worten: Die Aussichten für eine stabile Entwicklung der Büroflächenmärkte in den kommenden Jahren sind gut. ■

Investmentmarkt

Dies kann nicht in gleicher Weise für den Investmentmarkt behauptet werden. Die Kapitalwerte für Büroimmobilien in Deutschland steigen seit 2010 deutlich stärker als die Neuvertragsmieten. Das zeigen sowohl die sich auf Deutschland insgesamt beziehenden Daten der vdpResearch als auch die Daten von Jones Lang LaSalle (JLL), die die Entwicklung an den Top-7-Bürostandorten messen (vgl. Abb. 3). Ein solches Auseinanderlaufen ist keine neue Beobachtung. Gemessen an der Entwicklung der Mieten neigt der Investmentmarkt immer wieder zu ausgeprägten bzw. überschwänglichen Preiszyklen. Insbesondere an den großen internationalen Bürostandorten führten ausgeprägte Anlagewellen wiederholt zu überschießenden Wertentwicklungen, die nach einiger Zeit korrigiert wurden. Mit Blick auf die hiesigen Büromärkte ist festzuhalten, dass die Differenz, die sich in den letzten Jahren zwischen der Miet- und der Wertentwicklung aufgebaut hat, außergewöhnlich groß ist. Die Spreizung ist stärker als je zuvor. Was folgt daraus? Ist für Deutschland in absehbarer Zeit mit einer Korrektur zu rechnen?

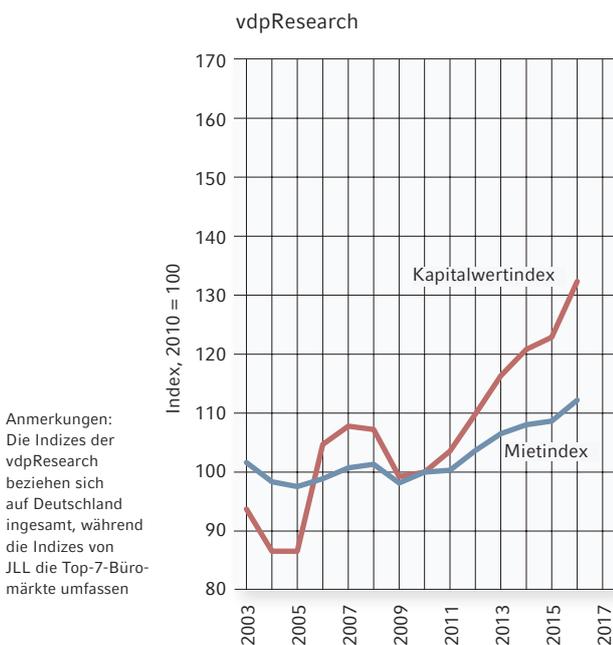
Mit Blick auf die aktuellen Ursachen des überproportional starken Kapitalwertanstiegs (im Verhältnis zum Mietanstieg) ist zunächst auf eine triviale Rechnung einzugehen, die sich aus der hier verwendeten Definition der Kapitalwerte ergibt. Kapitalwerte (KW) sind danach gleich dem Quotienten aus Reinertrag(RE) und Liegenschaftszinssatz (LZ):

$$KW = \frac{RE}{LZ} = \frac{(M + BEK) - BWK}{LZ}$$

Der Reinertrag entspricht im Kern dem um die Bewirtschaftungskosten (BWK) verminderten Rohertrag, wobei dieser durch die Miete (M) und die Betriebskosten (BEK) bestimmt wird. Unterstellt man der Einfachheit halber konstante Betriebs- und Bewirtschaftungskosten, ergibt sich die Entwicklung des Reinertrages ausschließlich aus der Entwicklung der Mieten. Der Kapitalwert ist der Formel nach umso höher, je höher die Miete und/oder je niedriger der Liegenschaftszins sind. Beachtet man darüber hinaus, dass die Veränderungsrate eines Quotienten gleich der Differenz der Wachstumsraten von Zähler

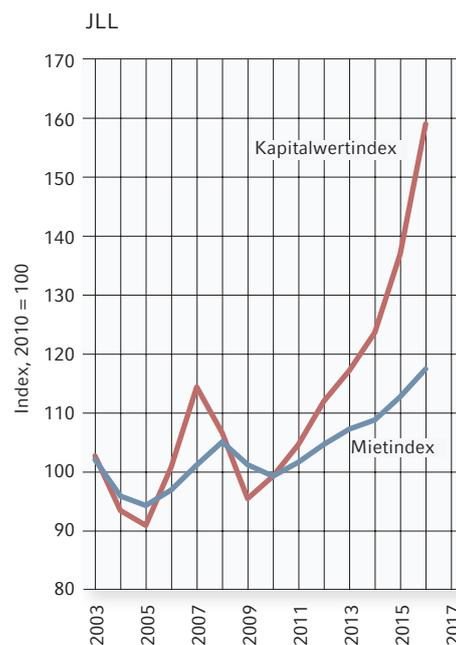
ABBILDUNG 3

Miet- und Kapitalwertindizes für Büroimmobilien von vdpResearch und JLL



Anmerkungen:
Die Indizes der vdpResearch beziehen sich auf Deutschland insgesamt, während die Indizes von JLL die Top-7-Büromärkte umfassen

Quelle: vdpResearch



Quelle: JLL

und Nenner sind, nämlich

$$\widehat{KW} = \widehat{M} - \widehat{LZ},$$

so ist unmittelbar zu erkennen, dass die Kapitalwerte nur dann stärker steigen können als die Mieten, wenn der Liegenschaftszinssatz sinkt. Hieraus folgt für die in Abbildung 3 dargestellte aktuelle Büromarktentwicklung in Deutschland, dass der Prozess des Auseinanderlaufens von Kapitalwerten und Mieten nur anhalten wird, wenn die Liegenschaftszinsen hierzulande weiter fallen werden. Wie wahrscheinlich ist dies angesichts des mittlerweile sehr niedrigen Niveaus der Liegenschaftszinsen?

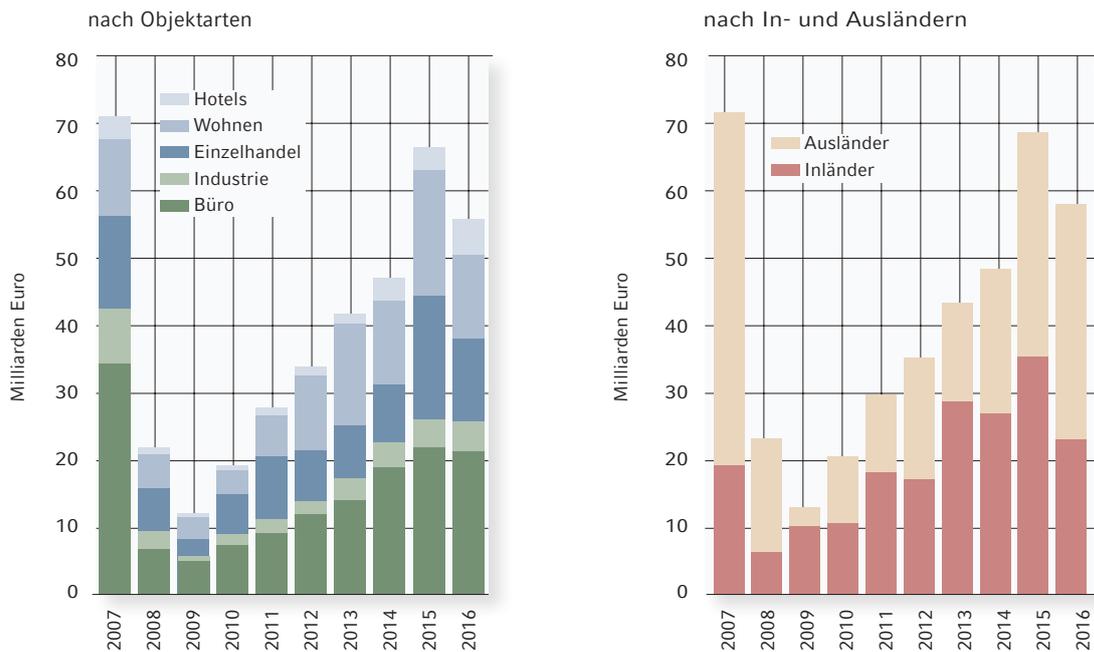
Der Rückgang der Liegenschaftszinsen in den letzten Jahren ist vor allem der Suche nach rentablen Anlagen geschuldet. Angesichts des niedrigen Zinsniveaus und dem Mangel an Alternativen stehen Immobilien in der Gunst von Investoren weit oben. Abbildung 4 verweist hierauf. Sie zeigt das Immobilieninvestmentvolumen in Mrd. Euro nach Objektarten und in einer Unterteilung nach in- und ausländischen Investoren. Der Erwerb von in Deutschland gelegenen Anlageimmobilien war danach offensichtlich

für viele Kapitalsammelstellen und Investoren in den vergangenen Jahren sehr attraktiv. Und in der Tat führen sinkende Leerstände, steigende Mieten und gute wirtschaftliche Aussichten zu vergleichsweise hohen Cash-flows.

Zugleich ist aber an der Abbildung für 2016 ein Rückgang in der effektiv wirksamen Nachfrage zu erkennen. Dieser Punkt – und das erwartete langsame Auslaufen der Niedrigzinspolitik – sprechen jedoch dafür, dass die Liegenschaftszinsen nicht weiter sinken werden. Das bedeutet, dass der Spielraum für kurzfristig überproportional steigende Kapitalwerte (weitgehend) aufgebraucht ist. Langfristig werden die Kapitalwerte bestenfalls mit der Entwicklung der Mieten steigen. Alles andere würde bedeuten, dass der Liegenschaftszinssatz einem nach unten gerichteten Trend folgen würde. Dies ist ökonomisch nicht plausibel. Woraus wiederum folgt, dass die eingangs gestellte Frage, ob das Wachstum der Kapitalwerte über die nächsten Jahre anhalten kann, zu verneinen ist. Stattdessen ist für die Kapitalwerte vielmehr von einer Seitwärtsbewegung auszugehen, die bei leicht steigenden Mieten dazu führen wird, dass sich die Lücke zwischen dem Miet- und dem Kapitalwertindex schrittweise abbaut. ■

ABBILDUNG 4

Immobilieninvestmentvolumen in Deutschland



Quelle: Real Capital Analytics (RCA)

Finanzierungsvolumen

Zwischen dem Immobilien- und Bankensektor besteht grundsätzlich eine enge Beziehung. Hypothekarisch abgesicherte Bankkredite bilden die wichtigste Mittelquelle für den Bau neuer und den Erwerb von bestehenden Büroimmobilien. Abbildung 5 zeigt die Entwicklung des Investitions- und Transaktionsvolumens auf dem Gewerbeimmobilienmarkt sowie die Entwicklung der Kreditvergabe für die Finanzierung von Gewerbeimmobilien (insgesamt und darunter für die Büroimmobilien) in Deutschland. Es handelt sich dabei um neu vergebene Hypothekarkredite (ohne die Prolongation bestehender Darlehen) von inländischen Banken an inländische Unternehmen und Privatpersonen.

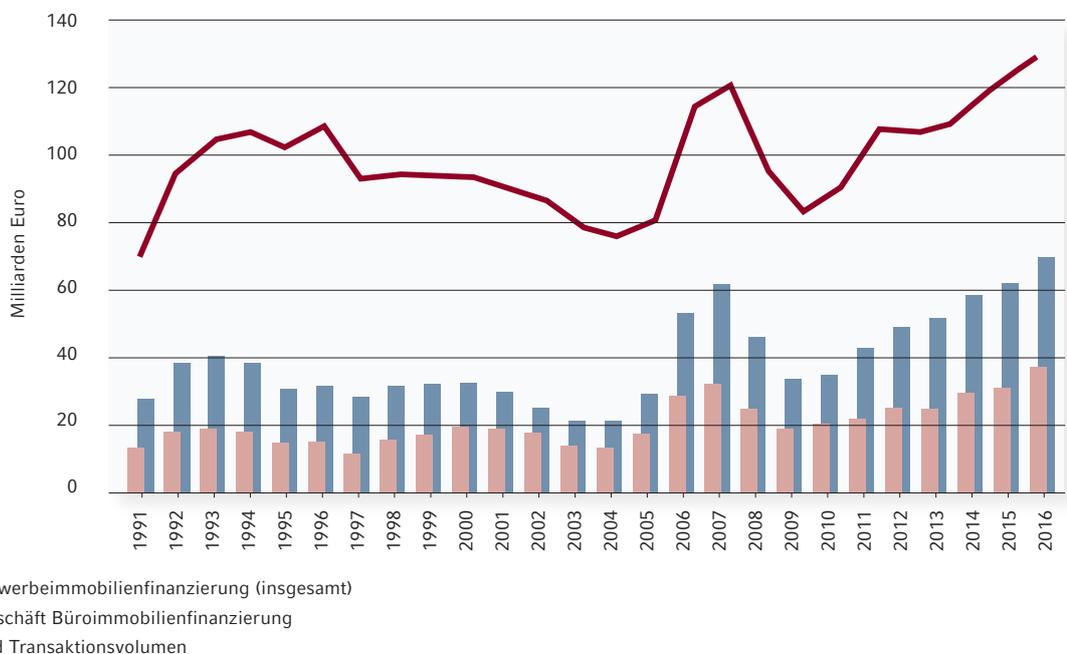
Der Verlauf der Zeitreihe zum Kreditgeschäft zeigt eine hohe Übereinstimmung mit der Entwicklung des Bau- und Transaktionsvolumens³⁾. Dies deutet darauf hin, dass

der durchschnittliche Fremdmittelanteil bei der Finanzierung gewerblich genutzter Immobilien recht stabil ist und eher geringen Schwankungen unterliegt. Ein ähnliches Bild zeigt eine Untersuchung der IREBS (German Debt Project 2017), in der für die Vergabe neuer Darlehen für den Bau und Erwerb von Büro- Handels- und Betreiberimmobilien über den Zeitraum von 2010 bis 2016 ein durchschnittlicher Fremdmittelanteil zwischen 64 % und 68 % festgestellt wurde. Auf Grundlage der hier vorliegenden Daten ergibt sich für denselben Zeitraum ein durchschnittlicher Fremdfinanzierungsanteil von rund 50 %. Hierbei ist jedoch zu berücksichtigen, dass in diese Berechnung auch weniger fremdkapitalintensive Bereiche wie Modernisierung/Instandhaltung eingehen.

Im Zuge des Wiedervereinigungsbooms zu Beginn der 1990er Jahre sowie zum Ende desselben Jahrzehnts in Folge der New-Economy-Euphorie kam es jeweils zu mehrjährigen Phasen zunehmenden Neugeschäfts. Das

ABBILDUNG 5

Finanzierung von Gewerbeimmobilien in Deutschland 1991-2016



Quellen: vdpResearch, Gutachterausschüsse für Grundstückswerte, DIW

³⁾ Bauvolumen Wirtschaftsbau (DIW) zuzüglich Geldumsatz auf dem Bestandsimmobilienmarkt (vdpResearch auf Grundlage von Angaben der Gutachterausschüsse für Grundstückswerte) für Gewerbeimmobilien in Deutschland

kräftigste Wachstum erlebte die Gewerbeimmobilienfinanzierung – und mit ihr die Büroimmobilienfinanzierung – am Vorabend der Finanzmarktkrise: Von 2003 bis 2007 verdreifachte sich das Neugeschäftsvolumen nahezu. Nach den starken Auszahlungsrückgängen in den Jahren 2008 und 2009 folgten die Auszahlungen seit 2010 einer deutlichen Aufwärtsentwicklung. Von 2011 bis 2016 sind die Auszahlungen jährlich mit einer durchschnittlichen Wachstumsrate von 10,2 % gestiegen. In Summe wurden im Jahr 2016 Darlehen für den Bau und Erwerb von Gewerbeimmobilien in Höhe von rund 70 Mrd. Euro vergeben, dies ist das größte Neugeschäftsvolumen in diesem Geschäftsfeld seit Beginn der statistischen Erfassung.

Die Entwicklung des Gewerbeimmobilienfinanzierungsgeschäfts wird maßgeblich durch die Entwicklung des größten Marktsegments, den Büroimmobilien, beeinflusst. Die Kreditvergabe für diese Objektart nahm seit der Finanzmarktkrise ebenfalls kontinuierlich zu und stieg von rund 18 Mrd. Euro (2009) auf rund 36 Mrd. Euro (2016) an. ■

Fazit

Angesichts der günstigen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen sowie der in den letzten Jahren moderaten Neubautätigkeit auf dem Büroimmobilienmarkt besteht für die nahe Zukunft nur ein geringes Risiko, dass der Leerstand auf dem Büroimmobilienmarkt in Deutschland ansteigt. Es kann von einer sehr guten Verfassung des Flächennutzungsmarktes gesprochen werden.

Für den Investmentmarkt stellt sich die Lage etwas anders dar: Die Kapitalwerte für Büroimmobilien sind in den letzten Jahren wesentlich stärker gestiegen als die Neuvertragsmieten, was auf einen entsprechend starken Rückgang der Liegenschaftszinsen zurückzuführen ist. Dieser ist weitgehend der Suche nach rentablen Anlagen

geschuldet. Jedoch ist nicht davon auszugehen, dass die Liegenschaftszinsen in den kommenden Quartalen weiter sinken werden. Daher können die Kapitalwerte mittel- bis langfristig günstigstenfalls mit der Entwicklung der Mieten steigen.

Preiskorrekturen auf dem Gewerbeimmobilienmarkt können negative Auswirkungen für den Gewerbeimmobilienfinanzierungsmarkt nach sich ziehen. Dies gilt vor allem dann, wenn Gewerbeimmobilien ohne oder mit lediglich geringem Eigenmitteleinsatz finanziert werden. Wenngleich die Vergabe von Gewerbeimmobilienkrediten in den letzten Jahren kräftig zugenommen hat, so ist doch festzustellen, dass sich an den Finanzierungsstrukturen nur wenig verändert hat und Eigenmittel bei der Finanzierung nach wie vor eine wesentliche Rolle spielen.

Für die Banken dürfte diese Entwicklung keine außergewöhnlichen Unsicherheiten bergen, sofern die Finanzierungspraxis sicherheitsorientiert bleibt. Es besteht jedoch für die Investoren das Risiko, dass die Kapitalwerte für Büroimmobilien infolge einer Verschlechterung der Rahmenbedingungen unter das gegenwärtige Niveau zurückgehen. ■

Die im **Verband deutscher Pfandbriefbanken** zusammengeschlossenen Mitgliedsinstitute sind seit Jahren Marktführer für gewerbliche Immobilienfinanzierung in Deutschland und haben auch bei der Finanzierung von Wohnimmobilien beachtliche Marktanteile. Als Repräsentant seiner Mitgliedsinstitute nimmt der vdp die Interessen der Pfandbriefbanken gegenüber nationalen und europäischen Entscheidungsgremien sowie gegenüber einer breiteren Fachöffentlichkeit wahr.

Das Know-how des vdp ist auf die spezifischen Anforderungen der Pfandbriefemittenten – den Pfandbrief und das deckungsfähige Kreditgeschäft – zugeschnitten. Der vdp betreut seine Mitgliedsinstitute zudem in regulatorischen Fragestellungen und vertritt diese gegenüber den nationalen Aufsichtsbehörden. Im Rahmen der Group Governance werden in den Verbandsgremien Informationen und Erfahrungen aus den Mitgliedsinstituten ausgetauscht, aufbereitet und zu Marktstandards entwickelt. Der vdp bietet seinen Mitgliedsinstituten darüber hinaus Geschäftslösungen, die das besondere Kredit- und Emissionsgeschäft der Pfandbriefbanken unterstützen.

Verband deutscher Pfandbriefbanken e. V.

Georgenstraße 21
10117 Berlin
Telefon: +49 30 20915-100
E-Mail: info@pfandbrief.de
www.pfandbrief.de

Die **vdpResearch GmbH** ist eine Tochter des Verbandes deutscher Pfandbriefbanken, die sich aus kreditwirtschaftlicher Sicht intensiv mit der Erfassung, Analyse und Prognose von Immobilienpreisen beschäftigt. Untersuchungsgegenstand sind sowohl einzelne Immobilien als auch ganze Immobilienmärkte. So umfasst ihr Aufgabengebiet die Bereitstellung von objektbezogenen Vergleichspreisen, Vergleichsmieten und anderen Bewertungsparametern sowie die Erfassung und Prognose regionaler und bundesweiter Marktpreisentwicklungen nach zentralen Objektarten. Hierzu betreibt sie zugleich immobilien-spezifische Analysetools und umfassende Modelle zur Untersuchung der aggregierten Marktentwicklung.

Die von vdpResearch ermittelten Ergebnisse sind in vielen Kreditinstituten wesentlicher Baustein für die Bewertung und Einschätzung von Objekt- und Marktrisiken. Die von ihr für den Verband Deutscher Pfandbriefbanken ermittelten bundesweiten Immobilienpreisindizes richten sich an die interessierte Öffentlichkeit; sie vermitteln einen Überblick über die allgemeine Preisentwicklung auf den Immobilienmärkten in Deutschland.

vdpResearch GmbH

Georgenstraße 22
10117 Berlin
Dr. Franz Eilers, Tel.: +49 30 206229-16
Thomas Hofer, Tel.: +49 30 206229-262
E-Mail: info@vdpresearch.de
www.vdpresearch.de



**VERBAND DEUTSCHER
PFANDBRIEFBANKEN**

Association of German Pfandbrief Banks