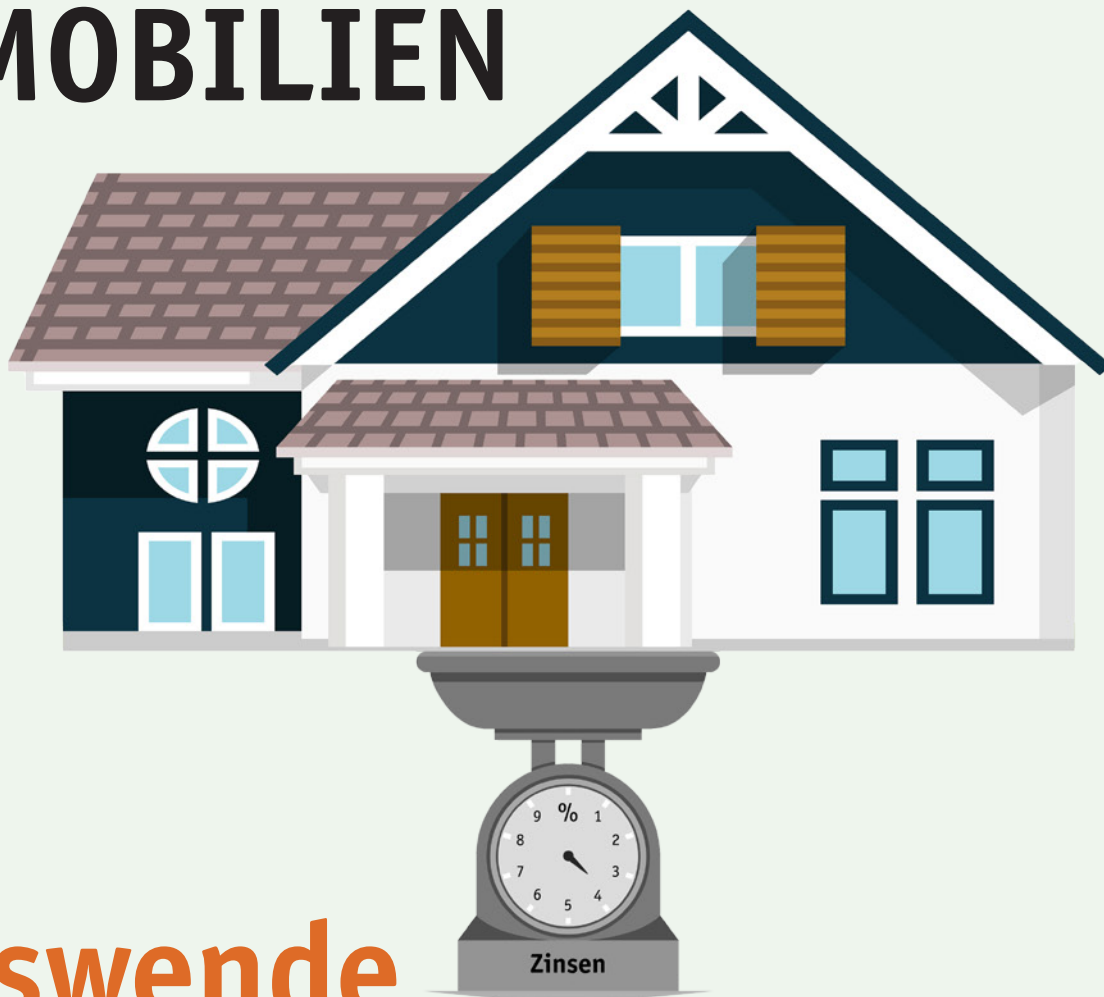


HERBST 2022

# PLATOW SPECIAL IMMOBILIEN



## Zinswende als Einstiegschance

Der Markt sortiert sich neu

---

**INSTITUTIONELLE**  
Lichtblick USA

---

**AKTIEN**  
Reinigendes Kursgewitter

---

**BETEILIGUNGEN**  
Sparen an ESG

# Seit 55 Jahren Ihr starker Partner. Qualität und Präsenz weltweit.

**Der Tower 185 in Frankfurt am Main – ausgezeichnet mit LEED Gold –  
ist nur eines unserer Top-Objekte.**

- Mehr als 580 Immobilien in 27 Ländern auf 5 Kontinenten
- 11,9 Mio. m<sup>2</sup> Mietfläche in Büro, Handel, Hotel und Logistik
- Über 6.900 Mietpartner aus verschiedenen Branchen
- Verwaltetes Immobilienvermögen von rund 49 Mrd. Euro,  
davon 75 % als Green Building zertifiziert
- Transaktionsvolumen 2021: 4,4 Mrd. Euro

**.Deka**  
Immobilien



**Mirko Reipka**  
Chefreporter



# DIE WELT DREHT SICH WEITER

**V**on Panikkäufen vor und leergefegten Schau- fenstern nach den größten Zinsanhebungen in der Geschichte der EZB ist bisher nichts zu sehen. Die Marktteilnehmer waren vorbereitet und das Interesse bei Investoren ist angesichts stabiler Nutzernachfrage vor allem bei Wohnen, Logistik und auch Büro nach wie vor da. Das Q3 präsentierte sich überraschend stabil bei Vermietung und Investments.

Zwar würden oft noch Preise von gestern verlangt für Produkte von morgen, so Michael Bütter, seit 2020 CEO von Union Investment Real Estate, im Interview. Massive Preiskorrekturen seien allerdings kaum zu befürchten. Immobilien bieten langfristigen Inflationsschutz. Außerdem sinkt nicht nur die Nachfrage etwa bei traditionell stärker fremdfinanzierten institutionellen Anlegern, sondern auch das Angebot, da sich viele Neubauprojekte im neuen Zinsumfeld nicht mehr rechnen.

Für Anleger, ob privat oder Profi, bieten sich in dieser Situation durchaus Chancen: Solvente Investoren finden gerade jetzt wieder Gelegenheiten, nachdem der Markt jahrelang ausverkauft war. Auch am Aktienmarkt winken nach dem Kurseinbruch in der ersten Jahreshälfte Einstiegsmöglichkeiten. Offene Immobilienfonds sind von der Zinswende unterschiedlich getroffen: Hohe oder bald auslaufende Fremdfinanzierungen werden bei einigen Fonds auf die Marge drücken. Eigenkapitalstarke Fonds mit indexierten Gewerbe-Mietverträgen müssen keine Bewertungsabschläge fürchten und die lange Zeit unter-

durchschnittlich performenden globalen Fonds könnten von der Stärke des US-Dollars sogar profitieren.

## INHALT

- 02 Ausblick ins neue Jahr  
Es gibt ein Leben nach der Party
- 13 Interview: „Wir fahren aktuell mit angezogener Handbremse“
- 15 Institutionelle Investoren  
Neu rechnen nach der Zinswende
- 25 Immobilienaktien  
Es bröckelt beim Betongold
- 31 Offene Immobilienfonds  
Mehr Chancen, mehr Risiken
- 42 Geschlossene Fonds  
Sparen an der ESG-Umsetzung

# AUSBLICK INS NEUE JAHR

## ES GIBT EIN LEBEN NACH DER PARTY

---

Wie sieht die deutsche Immobilienwirtschaft in 18 Monaten aus? Wir stellen das positive Fazit an den Anfang, bevor wir uns den Unwägbarkeiten der kommenden Monate zuwenden: Es wird wieder Chancen geben. Die Zeit, in Immobilien zu investieren, kommt schneller zurück als manch einer glaubt. Eine Zeit professionellen Einkaufs über die Abgabe des höchsten Gebots auf Basis immer optimistischerer Zukunftseinschätzungen. Inflations-, Einkommens-, Demografie- und Nutzerentwicklungsumfeld stellen bei sich kräftig beruhigender Neubausituation ein ideales Investitionsumfeld dar. 5% Inflation entwerten Schulden zudem schnell. Da stört es am langen Ende wenig, wenn die Miete nachläuft und die Preise zwischendurch mal durchhängen.

**E**s wird wieder ein Markt für Profis und weniger der Professionalität. Risiken müssen gemanagt werden. Das wird eine Risikomanagement-App nicht können. Die Unvollkommenheit des Marktes schafft Chancen, mehr als die Transparenz des Marktes. Das könnte auch die Rückkehr des mittelständischen Investors bedeuten. Die Transparenz des Marktes ist vor allem Sicherheit für die Excel-Tabellen internationaler Investoren, deren Ortskenntnis allenfalls auf Angestelltenpräsenz mit Investitionsauftrag und Research-Berichten beruht. Das Immobilienleben wird wieder Spaß machen.

Aber vorher wird es für die Branche unangenehme Umstellungen geben. Der 15-jährige Aufwärtszyklus ist dadurch gekennzeichnet, dass Assetmanager gleicher Ausbil-

dung, gleichen Alters und gleicher Erfahrung bei Käufern, Verkäufern, Maklern, Gutachtern und Researchern, also auf allen Seiten des Geschäftes, die Deals machten. Und die können alle nichts anderes als die anderen und haben auch nichts anderes zu tun, als Deals zu machen. Das kann erklären, warum der Markt im Moment auf der einen Seite „tot“ ist, aber auf der anderen Seite nach wie vor Megadeals durch die Gazetten gehen. Da steckt schließlich viel Arbeit und Zukunftsglaube drin. Geld muss ja außerdem immer noch weggepackt werden. Denken Sie an die daraus resultierenden Risiken – auch mit Blick in den Spiegel und in Ihr Unternehmen.

Die Welt hat sich verändert. Krieg, Gewalt und Soziopathenwillkür sind zurück. Die Friedensdividen-

de steht zur Rückzahlung an. Die Zinsen kommen zurück. Die älteren Bewohner der neuen Bundesländer fühlen sich in der Mangelwirtschaft wieder wie einst. Deutschland hängt an allen Ecken und Kanten durch. Sicherlich wurde die Situation durch den Ukraine-Krieg deutlich schlimmer. Jedoch gab es Arbeitskräftemangel und Bruch von Lieferketten bereits im Vorfeld des russischen Einmarsches.

Jetzt wird über einen totalen Blackout in der Bundesrepublik diskutiert. In der Nachkriegshistorie hat es eine vergleichbare Situation so noch nicht gegeben. Auch die Ölpreiskrisen der 1970er-Jahre mit ähnlichem Inflationsanstieg waren als Schockkrisen nicht vergleichbar. Sie fanden in einem insgesamt prosperierenden Umfeld statt, während heute eine Anpassungsrezes-

sion eigentlich schon seit fünf Jahren fällig war. Sie wurde lediglich durch eine Geldpolitik in einem bis dato nicht bekannten Zinsumfeld hinausgezögert.

Wie stellt sich die Immobilienwirtschaft auf die neue Lage ein? Die PLATOW-Hintergrundgespräche zeigen eine einheitliche Tendenz: „Mit Zinsen kommen wir klar. Mit Corona kommen wir klar. Mit Ukraine kommen wir klar. Mit Inflation – das zahlen Mieter und Käufer – kommen wir klar. Mit Kostenexplosion kommen wir klar. Mit verzögerten Abläufen durch Personal- und Materialmangel kommen wir klar. Mit CO<sub>2</sub>-Offensiven und unregulierter Regulierung, mit ESG, mit dem Primärenergie-Wunschkarussell der Politik – gestern Gas, heute Elektro, morgen Atom – kommen wir klar. Mit konsolidierter Käufer- und Nutzernachfrage kommen wir klar. Mit der Konjunktur kommen wir klar. Mit Kosten, die den Erträgen voran- oder weglassen, kommen wir klar. Aber alles zusammen könnte dann doch die „sanfte Zykluswende“ einläuten. In der Praxis meint die Immobilienwirtschaft, die Nutzersituation sei so gut, dass Preiseinbrüche von 5 bis 10% die Situation ausgleichen werden. Amen!

Politik, Medien, Banken und gesunder Menschenverstand haben dagegen den Immobilienmarkt jetzt abgehakt. Wer hat Recht? Ende September kassierte Hypoport als zweitgrößter deutscher Baufinanzierungsvermittler seine bisherige Jahresprognose. Es gebe keine neue, da für den Vorstand nicht prognostizierbar sei, ob die Zurückhaltung der Verbraucher in der privaten Immobilienfinanzierung bereits im weiteren Jahresverlauf beendet sein werde. Bei Gewerbeinvestments und im Zinshausbe-

reich stimmt die Multiplikatoren-Mathematik der vergangenen Jahre nicht mehr. Die private Eigentumswohnungsnachfrage des volkswirtschaftlich wichtigen Bauchs der Gesellschaft, der Familien, ist zins-technisch abgeschaltet. Vermögendere Kapitalanleger sitzen den Markt erst einmal aus. Gleichzeitig dürfte deren Eigenkapitalposition im doppelten Blutbad bei Anleihen und Aktien oft kräftig gelitten haben. Größere Käufer der Tausender-Pakete von Wohnungen lecken zunächst ihre Bewertungswunden. Die Dramatik einer Zinsänderung von 0,5 oder 1% auf 3% ist alten Marktteilnehmern, die noch alles mit „6“ vor dem Komma für erfreulich halten und zweistellig auch noch kennen, einfach nicht bewusst. Hier gibt es einen mathematischen Effekt, den wir Ihnen weiter unten separat aufbereitet haben. Wenn die Geldpolitik sich zudem echte Inflationsbekämpfung auf die Fahnen schreibe, bräuchte es eigentlich laut Reinhard Panse von Finvia einen Zins von 9%. Daran mögen wir aber nicht denken.

Die Finanzkrise 2008 wurde als größte Krise seit der Depression 80 Jahre zuvor betrachtet. Auch die Konjunkturkrise im Anschluss an die Anschläge auf das World Trade Center am 11. September 2001 hatte starke Auswirkungen. Jetzt ist es anders. Die bisherigen Krisen des neuen Jahrtausends fanden ohne Volksbeteiligung statt. Konzerne, Sozialsysteme und Politik fingen die Verwerfungen ab. 80% der Bevölkerung merkten nichts. Gleichzeitig handelte es sich um Schockkrisen,

die nach Beseitigung des Auslösers schnell in Normalität münden. Last but not least hatte die Geldpolitik die Möglichkeit der Zinssenkung mit überproportionalen Effekten, je niedriger der Zins wurde. Die Dramatik der Nichtlinearität der Zinseffekte zeigen wir Ihnen gleich noch auf.

Jetzt ist eine Zeitenwende da, über deren erwarteten Verlauf allerdings zu diskutieren ist. Zumindest wird die Branche wieder lernen, dass eine Immobilie eben nicht nur ein Datenraum ist. Uns stellt sich die Frage bei aller optimistischen Hoffnung der Akteure auf eine sanfte Landung, welcher Crash der vergangenen Jahrzehnte nicht (!) als „Softlanding“ prophezeit worden ist.

Aus den „4D's“, die unsere Zukunft überwiegend inflationstreibend nach allgemeiner Vortragsmeinung der Volkswirte bestimmen (Deglobalisierung, Dekarbonisierung, Demographie und Digitalisierung), können aus PLATOW-Sicht sehr wohl preistreibende „6D's“ werden. „Defense“ bzw. stark erhöhte Verteidigungsausgaben kommen auf jeden Fall preistreibend hinzu. Demobilisierung als nächstes Zukunfts-„D“ muss in seiner Wirkung noch analysiert werden.

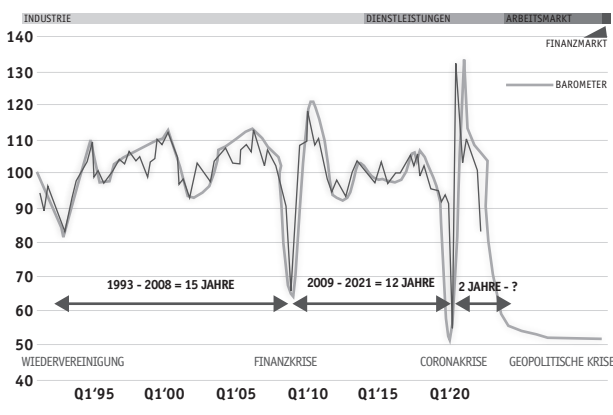
In Verbindung mit der Zinswende und den kurzfristigen Folgen der exogenen Angebotsschocks durch Corona, Ukraine und Sanktionen bzw. Sanktionsreaktionen ist nach aller Logik der Volkswirte mit einer

**DIE DROHENDE REZSSION TRIFFT DIE IMMOBILIENWIRTSCHAFT DRAMATISCHER ALS DIE FINANZKRISE 2008 ODER „9/11“.**

brutalen Anpassungsrezession zu rechnen. Und es sieht so aus, als würden die Notenbanken diesmal nicht versuchen, Konjunktur zu drücken. Mit einem geldpolitischen „Bremsseil“ die Konjunktur anzuschieben, hat sich schon lange als überaus schwierig erwiesen. Und gegen eine angebotsinduzierte Inflation hilft auch keine Zinserhöhung. Eher müsste Liquidität zur Verfügung gestellt werden, um die Kostentreiber zu finanzieren. Das besorgt der Fiskus. Aber das macht es den Notenbanken nicht eben leichter. Die Geldpolitik bleibt spannend, aber wohl auch in gewisser Weise hilflos.

### Die Sinus-Kurve – DIW-Konjunkturbarometer

Quelle: DIW Berlin



Es droht eine lange Anpassungs- und nicht mehr eine schnelle Schockrezession. Die konjunkturelle Strukturkrise trifft die Immobilienbranche verzögert, resümierte Hanspeter Gondring bei einem Vortrag vor Journalisten. „Wir befinden uns nicht in einem Sturm, sondern in einem Tsunami.“ Exogene Schocks und mehrere volkswirtschaftliche Zyklen überlagern sich wie selten zuvor zu einer großen und langen Welle und damit zum ersten Mal seit dem Ende des 2. Weltkrieges zu einer strukturellen Krise. Das Beben habe schon stattgefunden, der Tsunami komme aber noch. Flach bleibe die Welle nur unter der Prämisse, dass sich der Ukraine-Konflikt nicht weiter ausweite und Ende 2022 beendet sei. Das ist ausgeschlossen. Für die Immobilienwirtschaft mit einem nachlaufenden Zyklus von 18 bis 24 Monaten ließen die Auswirkungen der wirtschaftlichen Verwerfungen noch bis Ende 2023/Anfang 2024 auf sich warten. Denn anders als bei exogenen Schocks, bei denen die Wirtschaft

in einer „V“-Kurve nach der Problemlösung steil aus dem Tal der Tränen wieder emporschieße, müssten wir uns jetzt auf eine länger andauernde „U“-Entwicklung einstellen.

### Die Dramatik nichtlinearer Zinseffekte

Am härtesten wird sich aus unserer Sicht die Nichtlinearität der Zinseffekte auswirken. Wer sich an die 1980er- und 1990er-Jahre erinnert, muss schmunzeln, wenn jetzt die Vervierfachung der Zinsen betont wird. Schwankungen um 2% haben damals niemanden hinter dem Ofen hervorge lockt. Der Markt hat Zyklen, Zinsen müssen bezahlt werden und den optimalen Einstieg findet man sowieso nicht, hieß es. Entweder laufen Zinsen und Preise gegenläufig und gleichen sich aus, oder hohe Zinsen waren ein Zeichen für wirtschaftliche Prosperität und Arbeitsplatzsicherheit und führten so zu Investitionsbereitschaft und durch parallel laufende Geldentwertung zu steigenden Preisen und schneller Entschuldung. Bei positiv korrelierten Zinsen und Inflationsraten markierten hohe Zinsen sogar einen guten Investitionszeitpunkt. Auch heute betet sich die Immobilienwirtschaft mit ähnlichen Argumenten gesund. Diese Denke hat aber diesmal zwei Fehler. Zum einen basiert sie auf volkswirtschaftlichen Zusammenhängen, die nicht mehr feststellbar sind. Zum anderen berücksichtigt sie nicht das Ausgangsniveau der Zinsen.

Die Preis- bzw. Kapitalwert-Effekte einer Zinsänderung sind umso höher, je niedriger der Ausgangszins ist. Die Auswirkung einer Zinserhöhung von 7 auf 8% ist überproportional geringer als bei einer Erhöhung von 2 auf 3%. Das gilt auch vice versa. Die Geld- und Konjunkturpolitik profitierte davon, dass sich Zinssenkungen bei immer weiter sinkenden Zinsen immer stärker auf die Werte von Assets auswirkten. Der Effekt hat heute in umgekehrter Richtung bei einem Nullzinsniveau als Ausgangslage besondere Bedeutung. Auf einer Bewertertagung wurde vor einigen Jahren die Preisentwicklung von Immobilien kritisiert. Der bekannte Wirtschaftswissenschaftler Hans Werner Sinn konterte: „Der Ertragswert einer Immobilie ist bei einem Abzinsungsfaktor der Mieteinnahmen von beinahe Null fast unendlich.“

Verdeutlichen Sie sich das mit Ihrem Taschenrechner. Der Ertragswert einer Immobilie ist der Barwert der Mieten. Um den Effekt zu verstehen, nehmen wir die Miete als unendliche Rente an, die sich einfach durch Division von Rente bzw. Miete durch den Zins berechnen lässt. Bei

50-jähriger Immobiliennutzungsdauer werden die Differenzen zur Unendlichkeit mathematisch immer geringer. Aber es geht hier weniger um die Bewertungsmethodik als um die Effekte, die bei Fortsetzung der Zinsentwicklung zu berücksichtigen sind.

Der Barwert einer unendlichen, nachschüssigen Rente von einer Geldeinheit, egal ob Tausender oder Millionen, ist bei 10% Zinsen das 10-fache der Rente, in der Praxis der Jahresmieteinnahmen. Wir haben aber die Modellrechnung mit 0,5% Zinsen gestartet, da die Division durch Null mathematisch nicht zulässig ist. Gleichzeitig waren Milliardenanleihen der Wohnungs-AG's mit 0,6% Verzinsung in den vergangenen Jahren oft vielfach überzeichnet.

Schauen wir kurz auf die Effekte der Zinsänderungen: Wenn der Abzinsungsfaktor von 9,5% auf 10,5% steigt,

ändert sich der Barwert der Rente lediglich um 9,5%. Umgekehrt nimmt bei einer Zinssenkung der Barwert der Zahlungsreihe auch nur um 10,5% zu. Bei den üblichen Schwankungen der 1990er-Jahre mit Zinsen zwischen 6 bis 8% sank der Barwert der unendlichen Rente bei einer Zinsanhebung von z. B. 6,5% auf 7,5% um 13,3% bzw. stieg bei einer Senkung des Abzinsungsfaktors um 15,4%.

Blickt man jetzt auf das Zinsumfeld der vergangenen Jahre, wird die Dynamik deutlich, mit der Immobilienmärkte nach aller mathematischen Wahrscheinlichkeit konfrontiert werden – vor allem, da die Vergangenheit lediglich Zinssenkungen von einem relativ hohen Wert auf einen niedrigeren Wert kannte. Der Barwert einer Rente bei einem Abzinsungsfaktor von 0,5% ist das Zweihundertfache, der bei 1% Zinserhöhung auf 1,5% auf das 67-fache der Rente, d. h. nur noch ein Drittel, sinkt. Umgekehrt verdreifacht sich der Wert der Zah-

Anzeige



ww **wüstenrot**

Wohnsparen Spezial

**#wohnenheisst**  
**vermögen clever schützen.**  
**wüstenrot**

Mit Wüstenrot Wohnsparen Spezial sichern Sie sich jetzt noch langfristig günstige Darlehenszinsen. Nutzen Sie diese für wichtige Investitionen zur Wertsteigerung Ihrer Immobilien.



WERTSTEIGERUNGS- ODER WERTMINDERUNGSEFFEKTE BEI ZINSÄNDERUNGEN

Rente	Abzinsungs- faktor	Renten- barwert	abs. Wertverlust bei 1% Zinsänderung	Wertverlust bei 1% Zinsänderung in %	Wertgewinn bei 1% Zinsänderung in %
1	0,50%	200,0			200,0%
1	1,50%	66,7	-133,3	-66,7%	66,7%
1	2,50%	40,0	-26,7	-40,0%	40,0%
1	3,50%	28,6	-11,4	-28,6%	28,6%
1	4,50%	22,2	-6,3	-22,2%	22,2%
1	5,50%	18,2	-4,0	-18,2%	18,2%
1	6,50%	15,4	-2,8	-15,4%	15,4%
1	7,50%	13,3	-2,1	-13,3%	13,3%
1	8,50%	11,8	-1,6	-11,8%	11,8%
1	9,50%	10,5	-1,2	-10,5%	10,5%
1	10,50%	9,5	-1,0	-9,5%	

Quelle: eig. Berechnungen

lungsreihe bei einer Änderung des Abzinsungsfaktors von 1,5% auf 0,5%.

Wenn wir in den realistischen Bereich der Liegenschaftszinsen, oder was immer für die Ertragswertberechnung angesetzt wurde, eine Änderung von 3,5% auf 2,5% et vice versa annehmen, stieg der rechnerische Barwert bzw. Kapitalwert der Zahlungsreihe um 40%. Dieser Effekt spiegelt sich bereinigt um die Immobilienspezifika der nicht zinsabhängigen Kosten in den Kapitalwerten der Immobilien, die Researcher und Makler nicht müde wurden zu betonen. In umgekehrter Betrachtungsweise, mit der uns jetzt die EZB und der Kapitalmarkt konfrontieren, bedeutet das einen Wertverlust der Zahlungsreihe um 28,6% bei nur 1% Erhöhung des Abzinsungsfaktors. Bei 2% ist es ein um 45% geringerer Barwert.

Das soll an dieser Stelle nur die progressiven Wertänderungseffekte der Barwerte von Zahlungsreihen, wie z. B. Mieten, von der Ausgangslage hoher oder niedriger Zinsen veranschaulichen. Heruntergebrochen auf die Bewertung von Immobilien sind die Änderungen natürlich geringer, aber die progressiven Effekte unserer historisch niedrigen Ausgangslage sind dieselben. Und jetzt beurteilen Sie bitte selber die Wahrscheinlichkeit, dass die Wertänderungen von Rendite-Kapitalanlageimmobilien bei Wohnen und Gewerbe sich lediglich in der Bandbreite von etwa 10% bewegen werden.

In der Wohnungswirtschaft dürften sich die Effekte noch viel dramatischer auswirken. Die oft jugendlichen und entsprechend wenig immobilienwirtschaftlich erfahrenen Manager, die sich gerne als erfolgreiche, neue Helden der Wohnungswirtschaft geriert haben, werden dazulernen. Bei Anleihezinsen von 0,6% oder 1%, die in den vergangenen Jahren üblich waren, ließen sich 3%-Immobilienportfolios in beliebiger Menge erwerben, da nach Abzug von 1% Bewirtschaftung die Excel-Berechnung immer noch einen riesigen Hebel auswies, der durch Zinssenkungen mit der Folge immer weiterer Wertsteigerungen erhöht wurde. Gleichzeitig ließ es sich bei einer Kapitalmarktfinanzierung von 1% sehr gut darüber schwadronieren, dass zu jeder einzelnen der zigtausend Wohnungen bereits ein Sanierungsplan vorliege. Die Politik griff die Reichtumsautomatik der Immobilie auf und entwarf im Zuge der Klimaüberlegungen teure Pläne zur grünen Umverteilung der Wohnungserträge.

### Wie wirkt sich der Zinsbasiseffekt auf die Immobilienwirtschaft aus?

Solche idealistischen Pläne der Wohnungswirtschaft, an die Gesellschaft zurückzuzahlen, sind jetzt Makulatur. Bei Fremdkapitalkosten von 3,5% sieht die Welt anders aus. Wenn die Zinsen weiter steigen, müssen sich Investitionen so rechnen, dass die Mieter sie oft nicht mehr stemmen können. Gleichzeitig ist länger-



fristig auch bei einer anzunehmenden Beruhigung der Energiekosten anzunehmen, dass sich ein spürbar höherer Kostensockel bilden wird. Schon den werden viele Mieter nicht stemmen können. Inwieweit das dann vom sozialen Netz aufgefangen wird, steht noch zur Diskussion.

Aber auch bei der Gewerbeimmobilie, insbesondere Core-Immobilien, bei denen Ankaufsrenditen von 3% abzüglich periodisierter Erwerbsnebenkosten die Regel sind, dürfte die Zinsentwicklung Auswirkungen auf die Liegenschaftszinsen haben. Wir rechnen Ihnen schon seit längerem vor, dass die laufenden Einnahmen ohne die Hoffnung auf Mietsteigerung oder alternativ „Renditekompression“ über steigende Multiplikatoren nicht zur längerfristigen Rentabilität der hochwertigen Immobilien ausreichen.

Die Zinsentwicklung dürfte bei den Multiplikatoren eher

die Trendumkehr einläuten. Wie der Ertragswert einer Core-Immobilie, die mit Glück noch die „2“ vor dem Komma ausweist, sich dann bei Fremdkapital- oder Alternativzinsen von über 3% ändert, könnte interessant werden. Das betrifft den gesamten Bestand und insbesondere Projektentwicklungen in der Realisierung. Die genannten Wertänderungen mit einem Minus von maximal 10% dürften dann eher frommer Wunsch sein.

Wir gehen indes nicht davon aus, dass die Bewertung der Immobilien jetzt den kompletten Rückweg der vergangenen 15 Jahre antreten wird, bei der eine Verdoppelung eher die Regel als die Ausnahme war. Aber das hängt von der Zinsentwicklung ab. Bleibt es bei Zinsen um die 4%, sind 25% Rückgang gegenüber der Bewertung aus dem Herbst 2021 nicht auszuschließen. In alten Beständen großer Halter wie der offenen Publikumsfonds wird das weniger auffallen. Die haben regelmäßig die jüngsten

Anzeige



# Wir sind Immobilien.



**360° Real Estate – für jede Aufgabe das richtige Team**  
Die Spezialisten der BayernLB und ihrer Töchter begleiten Sie entlang der kompletten **Immobilien-Wertschöpfungskette**: von der Erschließung über Mezzaninebeteiligungen, Finanzierung und Bewertung bis hin zu Asset- und Facilitymanagement. Interessiert?  
[bayernlb.de/immobilienkompetenz](http://bayernlb.de/immobilienkompetenz)

- ◆ BayernLB
- DKB
- ◆ Real I.S.
- ◆ Bayern Immo
- BayernFM
- ◆ LB ImmoWert
- ◆ Bayern Grund

Aufwertungen nicht mehr in vollem Umfang mitgemacht. Gleichzeitig werden die Bewerter die eventuell zu erwartenden Übertreibungen des Marktes nach unten, der sich gerne wie ein Bungee-Seil verhält, nicht mitmachen. Bei den großen Gesellschaften mit auf nachhaltige Werte ausgerichteten Portfolien, die tendenziell im Positiven wie im Negativen nachlaufen, werden die Auswirkungen auf die außenwirksamen Bewertungen also gering sein. Bei jungen Bestandsgesellschaften mit Finanzierungen, die im Glauben an anhaltende oder sogar noch fallende Niedrigzinsen abgeschlossen wurden, oder bei Projektentwicklungen mit Bau- und Vermarktungsverzögerungen und daraus resultierendem Nachfinanzierungsbedarf ist dagegen mit Verwerfungen zu rechnen.

Anders sieht es bei den Aktiengesellschaften aus. Hier hat die Börse die Bewertungsänderung durchaus in der von uns geschätzten Größenordnung von 25% und mehr schon vorweggenommen. Auch die EZB schätzt, dass 1% Zinsänderung die Wohnungspreise in zwei Jahren um etwa 9% fallen lässt. Die Börse hat die Wohnungsaktiengesellschaften oft noch stärker abgestraft, wobei jetzt durchaus zu überlegen ist, ob hier nicht schon ein überzogener Bungee-Effekt stattgefunden hat, der Chancen eröffnet (s. Kapitel Immobilienaktien ab S.25). Unter Berücksichtigung der FK/EK-Relation korrespondiert die Kursentwicklung der notierten großen Wohnungsaktiengesellschaften, die per Ende September 2022 gegenüber ihrem jeweiligen 52-Wochen-Hoch vor etwa einem Jahr durchschnittlich 50% abgaben, mit einer Preiskorrektur im Zinshaus-Bereich von durchaus 25% gegenüber Herbst 2021.

Fazit: Die aktuelle immobilienwirtschaftliche Situation ist durch gegenläufige Trends gekennzeichnet. Die Wohnungsbranche ist seit Monaten bemüht, nach 15 Jahren Miet- und Kaufpreissteigerungsprognosen jetzt von der Trendumkehr abzulenken. Bar jeder Mathematik pfeifen wir im Walde der vergangenen Statistik. Bedarfs- und Mietentwicklungsprognosen anhaltender konjunktureller Prosperität stützen die positiven Annahmen durchaus. Megadeals laufen nach wie vor. Die Matadore der institutionellen Anleger haben anscheinend keine Angst vor dem Bewertungsschwert. Außerdem muss das Geld ja weg. Die Bewertungsauswirkungen von 2 bis 3% Zinsänderung auf Gewerbeimmobilien der vergangenen Jahre, die 3 bis 5% Rendite brachten, dürften interessant werden. Zum Glück nehmen im Bestand nachlaufende Bewertungen die tagesaktuellen Spitzen heraus.

Auch bei Wohnen ändert sich aus Sicht eines „gewöhn-

lichen Taschenrechners“ zunächst nichts daran, dass sich viele Familien bei 4% Zinsen ein auf ein Zinsniveau von 1,5% berechnetes, „standesgemäßes“ Domizil nicht mehr leisten können. Es bedarf einer neuen Findungsphase zum Abgleich von Wunsch und neuer Realität bei Eigennutzern. Bei Zinshausinvestoren muss sich die Erkenntnis einer längeren Investitionsphase in Tilgung und Management erst wieder durchsetzen. Umgekehrt wird die Wiedergeburt des Zinses bei Verkäufern zu einer deutlichen Preisanpassung führen müssen, wenn über 2% des Kaufpreises mehr als im vergangenen Herbst für Zinsen draufgehen. Im Bestand treten jetzt viele institutionelle Käufe der vergangenen Jahre den Rückweg an. Bauträger werden lernen, dass ihnen die Neubauten zu kalkulierten Preisen nicht mehr aus der Hand gerissen werden. Das kann blutig werden.



KURSEINBRUCH IMMOBILIENAKTIEN

Aktie	52-Wochen-Hoch	19.9.22	Veränd.
Vonovia	52,68	23,91	-54,61%
LEG	135,85	67,20	-50,53%
Deutsche Wohnen	53,06	20,80	-60,80%
Grand City	22,82	10,81	-52,63%
Adler RE	11,76	7,50	-36,22%

Quelle: eigene Berechnung

Dennoch ist jetzt, wie wir schon eingangs feststellten, genau die richtige Zeit, in Immobilien zu investieren. Bedingung ist besonders im Privaten, sich eine Immobilie noch leisten und auf einen persönlichen Lebenszyklus schauen zu können, der eine 20-Jahresperspektive ermöglicht. Das Inflations-, Einkommens-, Demografie- und Nutzerumfeld stellt bei sich beruhigender Neubausituation ein ideales Investitionsumfeld dar. Die Preise werden realistisch. Und 4% Inflation entwerten Schulden schnell. Da stört es am Ende wenig, wenn die Miete nachläuft und die Preise zwischendurch mal durchhängen.

Die Energiepreisangst wird sich zudem in den kommenden Monaten, wenn auch auf einem höheren Niveau, beruhigen. Auch hier spielen Bungee- und Elastizitätseffekte eine Rolle. Millionenfache Privatin solvenzen wird der Nanny-Staat nicht zulassen. Die Gasumlage zur Konzernrettung war schon bei Drucklegung dieses Specials vom Tisch und ein neuer 200 Mrd. Euro-Rettungsschirm

wurde gespannt. Lassen Sie uns einmal aus dem Energie-Jammertal der Politik ins kommende Jahr blicken. Derzeit zerlegen Energiekosten und Zinsen die Konsumentenstimmung mit historischem Tief gleichzeitig in USA, Europa und China. Das ist sicherlich lästig und trifft inzwischen auch alle Immobilien- und Bauindizes. Aber man lernt im 2. Semester VWL, dass bei unelastischer Nachfrage schon kleine Angebotsrisiken den Gleichgewichtspreis stark verschieben. Das ist Geometrie und keine Rocket Science. Aber ebenso schnell, wie die Preise steigen, können sie auch wieder fallen und sich auf einem neuen Niveau einpendeln. Bedenken Sie: Deutschland hat zu jedem Preis den weltweiten Gasmarkt leergekauft. Dieser Preisauftrieb ist vorbei. Die Lager füllen sich. Die Konjunktur kühlt sich weltweit ab. Für das Ausnutzen von Sparpotenzialen sorgt schon der hohe Energiepreis. Zum Jahreswechsel sind neue LNG-Terminals einsatzbereit. Öl und Kohle kann man weiterhin kaufen. Und der

Atomausstieg scheint vorübergehend ausgesetzt. PLATOW erwartet, dass schon früh im kommenden Jahr die Energiepreise wieder sinken werden.

### Expo Real – Aufbruch in eine neue Zeit?

Auf der Expo Real 2022 war eine gut gelaunte, selbstbewusste Stimmung zu beobachten. Natürlich führe die Zinswende zu einer Zykluswende, aber das bleibe beherrschbar, hieß es unisono. Der schon lange befürchtete „Schwarze Schwan“ sei im Anflug, aber das sei im Vollbeschäftigungsumfeld mit hoher und vor allem auch in der Zukunft stabiler Flächennachfrage bei Büro, Wohnen und Logistik nur ein vorübergehendes Problem. Ein Problem könne allerdings werden, dass der lange erwartete Schwan, auf den man eigentlich vorbereitet war, eine Menge Kumpels mitgebracht habe. Die Kombination

Anzeige

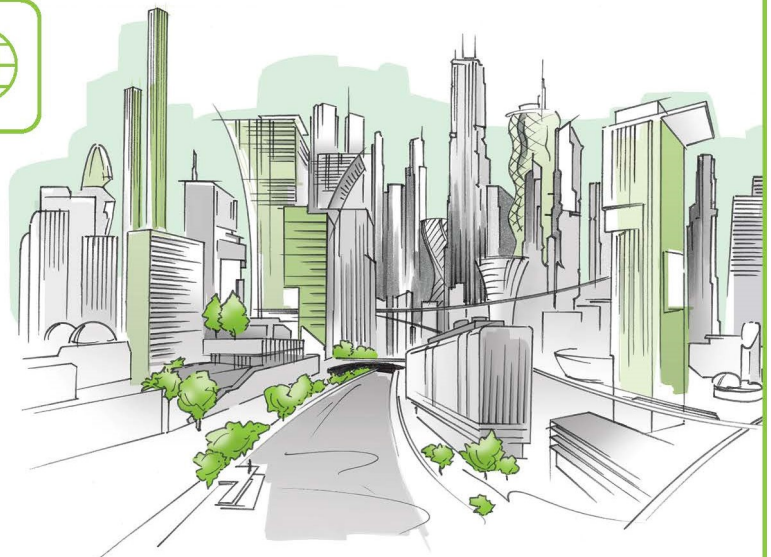
**pbb**  
DEUTSCHE  
PFANDBRIEFBANK

## Überragende Projekte. Überragende Finanzierungen.

Mit einer hohen Expertise über alle Funktionen des Finanzierungsprozesses von gewerblichen Immobilien hinweg, einem grenzüberschreitenden Ansatz und einer engen Zusammenarbeit mit Finanzierungspartnern realisiert die pbb komplexe gewerbliche Finanzierungen. Partnerschaftlich unterstützen wir Ihre Immobilieninvestitionen und Immobilienentwicklungen.



**Immobilienfinanzierung so einzigartig  
wie Ihr Immobilienprojekt.**



aus geopolitischen Risiken, Zinswende, Nachhaltigkeitsregulierung, Personal-, Material- und Lieferketten-Herausforderungen ist in der Erinnerung der Branche einzigartig.

Bei spätsommerlichen Bedingungen erreichte die Beteiligung an Europas wichtigster Immobilienmesse nahezu Vor-Corona-Niveau. Knapp 40 000 Teilnehmer aus 73 Ländern (2019: 46 747,76) kamen nach München. Die Gesamtteilnehmerzahl unterteilte sich je rd. zur Hälfte auf Fachbesucher und Unternehmensrepräsentanten. Die Top-Besucherkönder waren Deutschland, UK, Niederlande, Österreich, Polen. Die Top-Ausstellerländer waren nach Deutschland Österreich, Niederlande, Schweiz und Polen. Die Ukraine war mit einem Forum vertreten, um Möglichkeiten für den Wiederaufbau zu evaluieren.

Bundesbauministerin Klara Geywitz stellte sich der Diskussion zu bezahlbarem Wohnen. Bei den vielfältigen Herausforderungen im Wohnungsbau wie steigenden Baukosten, Bürokratie, Fachkräftemangel, Klimaschutz oder demografischem Wandel gehe es darum, die Rahmenbedingungen zu schaffen, um in Deutschland rentabel bauen zu können und gleichzeitig die Kapazitäten auszuweiten, so Geywitz. Dazu müsse die Produktivität gesteigert, in die Vorfertigung gegangen, die gesamte Kette von Bauplanung, -antrag und -ausführung digitalisiert und der soziale Wohnungsbau gefördert werden.

Die Rahmenbedingungen der Immobilienwirtschaft in den kommenden Jahren wertete der Chefvolkswirt der Commerzbank, Jörg Krämer, fast deckungsgleich zu uns, als „nicht allzu schlecht“: Eine auf viele Jahre anhaltende Inflation von weit über

2%, einen Leitzinsanstieg auf historisch betrachtet moderate 3%, eine Rezession, in der es angesichts des Mangels und des demografischen Wandels aber keinen Einbruch des Arbeitsmarktes gebe, waren seine Kernannahmen. Das hielte die Nachfrage bei Wohnimmobilien hoch. Einigkeit bestand darin, dass die Expo Real einen Wendepunkt bei der Investitionstimmung darstellte, den Beginn einer Phase des Re-Pricings. Ob aber auch eine Zykluswende, sei dahingestellt.

In nicht repräsentativen Hintergrundgesprächen wurde deutlich, dass kurzfristig hohe zweistellige Milliardenbeträge von institutionellen Anlegern zum Verkauf gestellt werden dürften. Im Gegenzug würden die bekannten Private Equity-Fonds sich jetzt wieder bereit machen, in Deutschland zu investieren. Die hatten in den vergangenen drei Jahren ihre deutschen Portfolios weitgehend verkauft und den Markt den Investoren mit mehr Anlagedruck überlassen. Jetzt werde darauf gewartet, dass der Boden erreicht werde. Nettleidende Kredite würden zunehmen.

### ESG – Die Fallen der Regulierung

Sicherlich unstrittig ist, dass Nachhaltigkeit zur nicht diskutierbaren Nebenbedingung erfolgreichen immobilienwirtschaftlichen Handelns wird. Das machten Bundesbank-Vorstand Johannes Beermann und die ICG/RICS-Vorsitzende Susanne Eickermann-Riepe auf der Expo Real auf einer von der Bundesbank veranstalteten Podiumsdiskussion unter PLATOW-Moderation deutlich. Eickermann-Riepe sieht hier einige europäische Länder schon weiter

als Deutschland. In Holland etwa sei kurzfristig mit Vermietungsverboten für Immobilien, die nicht die Mindestanforderungen erfüllen, zu rechnen. Beermann sieht den öffentlichen Bau in Bezug auf Nachhaltigkeitsanforderungen in einer Vorreiterrolle. Beim Neubau des Bundesbank-Campus in Frankfurt und der Sanierung des geschichtsträchtigen und bekannten Haupthauses der „beton brut“-Ära ist weitgehende (Energie-)Autarkie in jeder Hinsicht angestrebt. Es werde alles Mögliche geprüft und alles Sinnvolle realisiert. Die gleichzeitige Zertifizierung von Projekt und Quartier finde so das erste Mal in Deutschland statt, resümierte Beermann. Nachhaltigkeit ziehe sich durch alle 170 aktuellen Bauprojekte der Bundesbank und letztlich durch den gesamten Geschäftsbetrieb bis hin zur Reisekosten- und Dienstwagenregelung.

Aber die Fallen der Regulierung sind nicht zu unterschätzen. Der Vorstandssprecher der BImA Bundesanstalt für Immobilienaufgaben, Christoph Krupp, verwies schmunzelnd darauf, dass die Erfahrung zeige, dass eine immer weitergehende Detailregulierung dazu führe, dass immer weniger umgesetzt werde. Altkanzler-Enkel Patrick Adenauer, geschäftsführender Gesellschafter von Bauwens, betonte neben den Chancen der Nachhaltigkeit auch die ökonomischen Konsequenzen. Wenn es sich nicht rechne, werde er nicht bauen. Die vorhandenen Grundstücke könnten dann für die nächste Generation liegen bleiben. Er hält viele Vorstellungen der Politik für zu optimistisch. Es würden sicherlich keine 400 000 Wohnungen im Jahr gebaut werden und auch wohl nicht mehr die 200 000 Wohnungen, die aktuell wahrscheinlich sind, son-

dern der Neubau werde auf 150 000 oder noch weniger heruntergehen. Es sei oft sinnvoller, die Miete mit-zunehmen als mit Verlusterwartung zu sanieren. Im Zusammenspiel zwischen Kostenexplosion, Nachhaltigkeitsauflagen, Personal- und Materialengpässen und der Zinserhöhung seien viele Projekte nicht mehr realisierbar.

### Das Re-Pricing beginnt

Dass verminderter Neubau, höhere Baukosten und zunehmende Mieternachfrage der Grenzhauhalte, die sich jetzt kein Eigentum mehr leisten können, mittelfristig zu weiterer Wertsteigerung führen, scheint nicht unlogisch. Vorerst aber fährt der Zug in die andere Richtung. Auf der Expo Real erhielten wir erste Hinweise: In einem größeren Gewerbeprojekt wird statt der kalkulierten 35-fachen Jahresmiete die 24-fache verhandelt. In Leipzig seien Zinshäuser um die 5- bis 6-fache Jahresmiete gefallen. Ein uns bekanntes gutes Objekt in NRW geht statt für das 22- für das gut 16-fache über die Theke. Eine auf 480 000 Euro kalkulierte Neubau-Doppelhaushälfte in Leipzig bringt aktuell nur 410 000 Euro, erwartet der Bauträger. Die großen Institutionellen machten nichts Neues mehr und warten ab. Bestandhalter müssten sich von Porfolioteilen trennen, um Liquidität zu beschaffen und auslaufende Anleihen und Mezzanine-Finanzierungen ablösen zu können.

Das Problem solcher neu bepreisten Objektverkäufe ist, dass sie Rückwirkungen auf die Bewertung des Bestands haben. Das bringt insbesondere AG's in Schwierigkeiten. Die haben eventuell aber noch ganz andere Probleme, wenn im

kommenden Jahr auslaufende Milliardenanleihen nicht mit 0,75%, sondern mit 4%, möglicherweise noch mit Risikozuschlag, nachfinanziert werden müssen.

In der Bauträgerszene steht indes eine längst notwendige Bereini-gung an. Das betrifft Gewerbe- und Wohnungsbauträger. Die struktu-rellen Veränderungen in der Büro-landschaft seien in Unternehmen oft noch nicht angekommen, meint etwa Klaus Franken von Catella Pro-jektentwicklung. Bei Bauträgern in nicht mehr anhaltbarer Projektpha-se kann das Problem verzögerter Vermarktung bei steigenden Bau-kosten und eventuell notwendiger Nachfinanzierung dann schnell existenziell werden. Für uns stel-len sich jetzt fünf Fragen: Laufen bei Ihnen Anleihen aus, die nach-finanziert werden müssen? Haben Sie Mezzanine-Finanzierungen? Wie sieht es im MABV-Bereich aus, wenn der Abverkauf der Woh-nungen nicht plangemäß läuft? Ha-ben Sie genug Eigenkapital, um Finanzierungen mög-licherweise ablösen zu können? Können Sie Ihre Projekte notfalls vermietet im Bestand halten? Wem es dann an Eigenkapital fehlt, um einzuspringen, droht die rote Karte.

Bei Adler/Consus und ähnlich gelagerten Projekten kommt hinzu, dass im Clinch mit Städten, denen Spekulationskas-kaden ohne Bautätigkeit nicht gefallen und die entsprechend reagieren, aus den wertvollen Grund-stücksentwicklungen mit hohen kalkulierten und eingewerteten Gewinnen auf einmal nur noch Grund-

stücke ohne Baugenehmigung und verbrannten Behördenkontakten in einem schwierigen Markt geworden sind. Bei schwieriger Vermarktung hebt das dann den Grundstücks-wert erheblich nach unten.

### Q3 – Überraschend stark

Interessant ist derzeit der Dreiklang aus einem noch guten Zahlenwerk, das keine Indizien eines Absturzes zeigt, kräftigem Stimmungseinbruch und Fakten, die noch nicht einmal die schon eingebrochene Stimmung decken. Nach wie vor ist es nicht leicht, einzuschätzen, was befristeter Attentismus ist und was ein ganz neues Marktumfeld. Laut RICS-Präsidentin Eickermann-Riepe ist die Investorenstimmung erstmals seit dem zweiten Quartal 2014 schlechter als die Mieterstimmung. Fast drei Viertel der Befragten sähen den Zyklus in einer Abschwungphase, damit sei die Stimmung jedoch noch besser als es die Fakten hergäben.

Auch der 15. PwC Real Estate Investor Survey registriert eine generelle Verunsicherung unter den Investoren. Anders noch als im März verzeichnen nun alle Top7-Städte ein Renditewachstum bzw. sinkende Multiplikatoren. Davon betroffen seien alle Immobilienklassen.

Aber bleiben wir positiv: Jetzt kommt die Zeit der Chancen. Das Einkommens-, Demografie- und Nutzerumfeld ergibt bei sich gleichzeitig beruhigender Nebausituati-on ein ideales Investitionsumfeld.

**BEI DEN DERZEIT STEIGENDEN ZINSEN WERDEN NACHFINANZIERUNGEN FÜR VIELE BAUTRÄGER ZUM PROBLEM.**

Die Preise werden realistisch. Indexierte Mietverträge schaffen bei guter Mieterbonität bessere Ertragswerte. Bei Value add-Einkäufen sinken die Vermietungsrisiken, weil die Mieter nicht mehr bauen wollen oder können und zu höheren Konditionen verlängern müssen. Und nach wie vor stützt die Mietnachfrage den Markt. Das Vermietungsvolumen zum Ende des dritten Quartals ist deutlich im Plus, berichten unisono die Maklerhäuser. Der Büroflächenumsatz der ersten neun Monate 2022 in den sieben Immobilienhochburgen liegt mit knapp 2,8 Millionen qm 29% über Vorjahr. In ausnahmslos allen Metropolen ist ein Jahresplus zu beobachten. Der Arbeitsmarkt ist nach wie robust, die Unternehmen gehen relativ gesund in eine mögliche Rezession. Die Einstellungsbereitschaft bei den Dienstleistungsunternehmen ist immer noch vorhanden. Das ist ein wesentlicher Vorlaufindikator für die Vermietungsmärkte, die in der Regel etwa neun Monate hinterherlaufen.

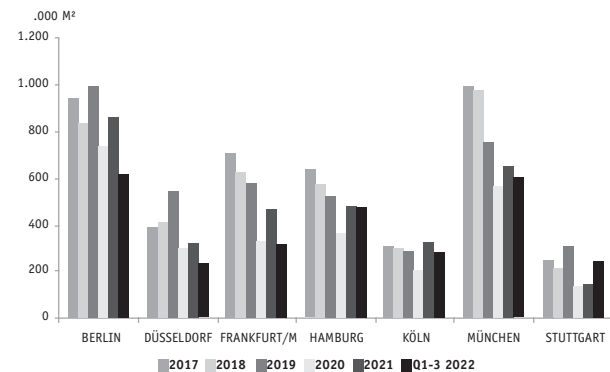
Insbesondere die Nachfrage nach Premiumflächen bleibe stark, meint JLL. Anmietentscheidungen würden nachgeholt, die in den Corona-Jahren aufgeschoben worden seien. Die verstärkte Nutzung des Homeoffice ziehe eine veränderte Nutzung der Büroflächen nach sich, die im traditionellen Büro oft schwer umzusetzen sei. JLL schätzt, dass bis 2030 etwa ein Fünftel des deutschen Bürobestands nicht mehr den europäischen ESG-Richtlinien entsprechen werde. Vor dem Hintergrund des sehr guten Dreivierteljahresergebnisses rechnet JLL weiterhin mit einem Gesamtjahresumsatz für 2022 von gut 3,5 Mio. qm. Das wäre ein Plus von mehr als 7%. Die über alle sieben Metropolen gemittelte Leerstandsquote liegt bei 4,8%. In Kombination mit den deutlich gestiegenen Zinsen stellt sich die Marktlage für Entwickler als sehr herausfordernd dar. Für das Q4 befinden sich weitere 669 000 qm im Bau, sodass sich das gesamte Fertigstellungsvolumen 2022 auf 1,9 Mio. qm summiert. Es gibt aber keine „Not-Stopp“ oder Verzögerungen von bereits im Bau befindlichen Projekten. Der JLL-Spitzenmietpreisindex zog im dritten Quartal kräftig an und erreichte knapp 240 Punkte. Das entspricht einem Plus von 7%. In allen Hochburgen haben sich die Spitzenmiete nach oben bewegt.

Auch der Investmentmarkt präsentiert sich überraschend gut. Natürlich handelt es sich dabei um längst verhandelte alte Deals, dennoch stützt das Zahlenwerk die Einbruchthese nicht. Im Q3 wechselten Gewerbeimmobilien im Volumen von rund. 13 Mrd. Euro den Eigentümer. Damit liegt das Investitionsvolumen zwar um mehr als 50% unter dem Q1-Wert noch vor der Zinswende, aber immerhin ein Drittel über dem schwachen Q2. Gepusht

## Die sieben deutschen Immobilienhochburgen

Quelle: JLL

BÜROFLÄCHENUMSATZ



von dem Q1-Rekordzahlen liegt das bisherige Jahresergebnis der Gewerbeinvestments bei etwa 42 Mrd. Euro und damit leicht über Vorjahr.

Die Perspektiven sind aber weniger erfreulich. Anders als bisher, so Alexander Kropf, Head of Capital Markets bei C&W, sei das Angebot jetzt da, doch es fehlten die Käufer. Vor allem Core-Produkte blieben liegen. Zu groß sei die Sorge, in Kürze festzustellen, dass man zu teuer eingekauft habe. Diese Sorge werde auch noch einige Monate bleiben, so Kropf. Matthias Leube, CEO bei Colliers, registriert zwar angesichts der aufgebauten Liquiditätsreserven der vergangenen Jahre anhaltendes Kaufinteresse. Allerdings führten die steigenden Finanzierungskosten und höheren Zinsen für Alternativanlagen zu einem ausgeprägten Verhandlungsbedarf bei der Kaufpreisfindung. Prozesse seien deutlich verlängert und würden auch teilweise vorzeitig abgebrochen. Auch Konstantin Kortmann, Country Leader JLL Germany, beschreibt die Anleger derzeit als vorsichtiger und selektiver als noch vor der Pandemie. JLL erkennt aber auch erste Anzeichen dafür, dass der Markt sich mit den neuen Rahmenbedingungen schon arrangiert habe. Bei der Verteilung des Transaktionsvolumens über die einzelnen Assetklassen sind nur leichte Verschiebungen zu beobachten. Klar auf Position 1 liegen Büroimmobilien (laut BNPPRE 43% vom Gesamtumsatz). Auf Rang 2 folgen Logistikimmobilien (19%). Darin spiegelt sich der Glaube an einen auch zukünftig wachsenden E-Commerce-Anteil, unabhängig von konjunkturellen Schwankungen. Auf Platz 3 folgen Einzelhandelsobjekte.

# ☰ „WIR FAHREN AKTUELL MIT ANGEZOGENER HANDBREMSE“ QUALITÄT VOR QUANTITÄT



**Michael Bütter**

ist seit 1. Oktober 2020 CEO und Vorsitzender der Geschäftsführung der Union Investment Real Estate GmbH in Hamburg. Der promovierte Volljurist und Betriebswirt ist unter anderem für das Fondsmanagement der Offenen Immobilien-Publikumsfonds verantwortlich.

INTERVIEW

Nachdem die Corona-Pandemie einen der längsten Immobilienzyklen der Geschichte im Jahr 2020 beendete, schien der Markt Ende des vergangenen Jahres bereits wieder durchzustarten. Doch dann begann im Februar dieses Jahres der Krieg in der Ukraine und läutete eine Zeitenwende ein. Lesen Sie, was das für Immobilienmärkte und -fonds bedeutet.

**Krieg in der Ukraine, eine Inflation so hoch wie noch nie zuvor in der Geschichte des Euros und zum ersten Mal seit einem Jahrzehnt wieder deutlich steigende Zinsen. Welche Auswirkungen hat das auf die Immobilienmärkte?**

Wenn die Zinsen steigen, müssen Investoren, die Fremdkapital einsetzen, ihre Renditeberechnungen neu kalibrieren. Die Folgen sind eine spürbare Zurückhaltung und ein dementsprechend sinkendes Transaktionsvolumen. Viele Verkäufer verlangen noch die Preise von gestern für die Produkte von morgen, weshalb die Verhandlungen aktuell länger dauern. Noch sind die Märkte in der Preisfindungsphase.

**Sind Immobilien unter diesen veränderten Rahmenbedingungen überhaupt noch gefragt? Schließlich**

**machen Anleihen im Zuge der steigenden Zinsen wieder an Boden gut.**

Ja, auch wenn die Transaktionsdynamik aktuell nachlässt, bleiben Immobilien weiterhin gefragt. Sicherlich müssen einzelne Investoren als Reaktion auf den Einbruch der Aktien- und Rentenmärkte eine Reallokation ihres Kapitals vornehmen. Und in der Tat sind die Renditen beispielsweise von zehnjährigen Staatsanleihen oder Unternehmensbonds mittlerweile wieder so attraktiv, dass sie in Konkurrenz zu Immobilieninvestments stehen.

Beide Faktoren sind aber eher kurzfristiger Natur. Immobilien haben sich in der Vergangenheit, in der Corona-Krise und im Rahmen der jüngsten Verwerfungen an den Kapitalmärkten, immer wieder als Stabilitätsanker

im Portfolio unserer Anleger erwiesen. Zudem sind viele Investoren vor dem Hintergrund der hohen Inflation auch bereit, bei Immobilien eine geringere Risikoprämie zu akzeptieren.

### **Wie gut schützen Immobilien vor Inflation?**

Immobilien sind Sachwerte und fast immer sind die Mieten mittels indexierter Verträge an die Inflation gekoppelt. Über 90% unserer gewerblichen Mietverträge sind indexiert. Eine hohe Inflationsrate kann durch etwas zeitversetzt ansteigende Mieteinnahmen oftmals kompensiert werden. Zudem kann die Indexierung gegebenenfalls auch eine Aufwertung der Bestandsimmobilien bei der nächsten routinemäßigen Bewertung von externen Sachverständigen auslösen.

### **Was bedeutet das mit Blick auf die Offenen Immobilienfonds?**

Grundsätzlich gilt: Der Einfluss der Inflation und steigender Zinsen auf den Immobilienmarkt ist vielschichtig, hat aber tendenziell eine eher positive Wirkung auf Offene Immobilienfonds und deren Wertentwicklung. Hinzu kommt, dass sich die Zinswende auf Privatkundenfonds weniger stark auswirkt als auf das institutionelle Geschäft. Denn die Publikumsfonds sind überwiegend Eigenkapitalfonds, die auch im aktuellen Umfeld eine auskömmliche Rendite erzielen. Außerdem haben wir unsere Fondsportfolios in den vergangenen Jahren gut aufgestellt, indem wir den Anteil von Asset-Klassen wie Logistik und europäisches Wohnen ex DACH ausgebaut haben.

### **Investieren Sie derzeit überhaupt noch?**

Wir fahren aktuell mit angezogener Handbremse. Wir kaufen nicht um jeden Preis, dennoch gibt es nach wie vor attraktive Opportunitäten. Es gilt Qualität vor Quantität. Die aktuelle Gemengelage führt allerdings dazu, dass sich die Gewichte auf der Investoreseite verschieben. Einerseits ist das Neuprodukt rarer gesät als in der Vergangenheit, weil viele geplante Vorhaben im aktuellen Umfeld nicht realisiert werden. Andererseits sind auf Käuferseite nun weniger Player unterwegs als noch vor wenigen Monaten. Das aktuelle Umfeld auf den Investmentmärkten bietet darum für eigenkapitalstarke, langfristig orientierte Investoren wie Union Investment deutliche Vorteile beim Immobilienerwerb.

### **Wie sieht es aktuell bei Projektentwicklungen aus?**

### **Kaufen Sie diese noch und wenn ja, welche Bedingungen müssen erfüllt sein?**

Ja, Projektentwicklungen sind noch interessant für uns, allerdings nur unter drei Bedingungen: Der Entwickler muss sehr bonitätsstark sein und Gewähr dafür bieten, dass er das Projekt in der geplanten Zeit und im vereinbarten Kostenrahmen fertigstellen kann. Der Preis muss stimmen. Und es müssen Sicherheiten vorliegen. Wir akzeptieren keine Preisgleitklauseln und Verträge werden nicht nachverhandelt.

### **Aufgrund der steigenden Zinsen und sinkender Nachfrage dürften die Immobilienpreise fallen. Wie stark wird es nach unten gehen?**

Trotz der gestiegenen Zinsen ist bisher noch kein genereller Preisrutsch zu beobachten. Attraktive Flächen in gut angebundener Lage, die zugleich nachhaltig sowie modern und flexibel gestaltbar sind, bleiben weiterhin sehr gefragt bei den Nutzern. Ihre Preise sind bisher noch relativ stabil geblieben. Dennoch rechne ich mit einer Preiskorrektur, insbesondere in Nebenlagen und bei älteren Objekten. Darüber, wie stark die Preise sinken werden und wie lange es dauert, bis die Märkte wieder funktionieren, lassen sich aktuell nur Vermutungen anstellen. Es bleibt abzuwarten, wie sich Inflation und Zinsniveau in den kommenden Quartalen entwickeln.

### **Was bedeutet das für die Immobilienrenditen?**

Die Ankaufsrenditen auf den Immobilienmärkten geraten im Zuge der höheren Finanzierungskosten grundsätzlich unter moderaten Aufwärtsdruck. Teilweise sind sie auch schon leicht gestiegen. Für Bestandportfolios indes sind die Renditen trotz Zinswende sowie steigender Inflationsraten, Bau- und Energiekosten aufgrund der Indexierung der Mietverträge aktuell noch stabil.

### **Wann normalisieren sich die Märkte wieder?**

Grundsätzlich müssen wir die Inflation erst einmal aussitzen. Es spricht derzeit vieles dafür, dass die Fremdfinanzierungskosten in der Europäischen Union erst einmal noch weiter steigen und dann in eine Seitwärtsbewegung einschwenken werden. Wenn die Inflation aufhört zu steigen, werden sich Immobilienpreise herausbilden, die uns auch wieder einen Spread im Vergleich zu alternativen Anlagen liefern. Das war historisch gesehen bisher immer so. Und dann steigt auch das Transaktionsvolumen wieder.



# INSTITUTIONELLE INVESTOREN NEU RECHNEN NACH DER ZINSWENDE

---

Steigende Baukosten und Zinsen sowie die durch den Krieg in der Ukraine ausgelöste Energiekrise verändern das Marktumfeld für Investoren beträchtlich und machen diese vorsichtiger. Ein rückläufiges Transaktionsvolumen ist die logische Konsequenz. Positiv ist, dass die Nachfrage zumindest bei Gewerbe und Wohnen stabil ist. Bei Wohnen winken zudem Gelegenheiten in den USA.

**D**ie Immobilienwirtschaft muss sich nach 15 Jahren Dauerparty neu aufstellen und lernen, dass eine Immobilie eben nicht nur ein Datenraum ist. Wer die 3-Euro-Shirts, die Masken oder die Kopfschmerztabletten herstellt, kann dem Konsumenten egal sein – solange sie immer nur bei Bedarf verfügbar sind. Die Immobilienmärkte betreffen demgegenüber jeden direkt. Veränderungen bei Angebot und Nachfrage oder die Erhöhung der Bau- oder Energiekosten spüren Mieter wie Eigentümer, also jeder. Bewertungsänderungen haben direkte Auswirkungen auf die eigene Kapitalanlage oder indirekt über die Immobilienquote der Versicherungen und Pensionskassen auf die eigene Altersvorsorge. Der Zinseffekt ließ die Preise explodieren, was die Immobilienmathema-

tik strapazierte, die neben Zinsen auch Instandhaltung, Lebenszyklus, Verwaltungskosten, Leerstände, Mietausfälle, nicht umlegbare Nebenkosten, Managementkosten u.v.m. kennt. Wir haben Sie in den früheren Immobilien-Specials regelmäßig darauf hingewiesen, dass die laufende Preisbildung mathematisch nicht mehr zu rechtfertigen und fast ausschließlich zinsgetrieben ist. Trotzdem stellt sich die Immobilienszene bei den Konsequenzen eines neuen Zinsszenarios größtenteils nach wie vor taub.

Die institutionellen Anleger arbeiten darüber hinaus noch ihren vorbereiteten Überhang ab. Das glättet das Zahlenwerk. Und auch eine gewisse Vorsicht bei der Betrachtung der Maklerzahlen ändert nichts daran, dass nach aller aktuellen Erkenntnis der Nutzermarkt, d.h. die Nachfrage, den Investmentmarkt stützt. Dies gilt auch bei Wohnungen. Medien und Politik überbieten sich in Knappheitsberichten. Völlig unrealistische Neubauziele werden zur Volksberuhi-

**EINE ANHALTEND  
HOHE INFLATION,  
STEIGENDE BAUKOSTEN  
UND SICH NACH OBEN  
ENTWICKELNDE ZINSEN  
SIND FÜR INVESTOREN  
DERZEIT DIE GRÖSSTEN  
GEFAHREN.**

gung immer wieder in den Raum gestellt. Zinseffekte spiegeln sich bei Gewerbe und Büro nur im Multiplikator und nicht in der (gefährlicheren) multiplikativen Verknüpfung von Miete und Rendite.

Ob sich aber der Makloptimismus im Hinblick auf den Bürovermietungsmarkt „als Fels in der Brandung“ bewahrheitet, wird sich zeigen. Schließlich erinnert einiges an die Zeit nach dem Zusammenbruch der Vereinigungseuphorie. Phasen eines Hypes oberhalb des realen Trends werden meist mit deutlichen Einbrüchen abgestraft. Aber: Alles nicht so schlimm. Die Inflation kommt, in 30 Jahren ist sowieso alles teurer. Es gilt nur, die Flaute zu überleben und liquide zu bleiben.

Wie geht es bei Wohnen und Gewerbe weiter? Kleineren, mit Zinssenkungsfantasie finanzierten Beständen der vergangenen Jahre wird bei Anleihe- und Kreditprolongation der Kragen ziemlich eng werden. Was mit neuen „7 000 bis 10 000 Euro Neubau-Standard-Wohnungen“ wird, wenn Institutionelle nicht mehr kaufen, wissen wir auch nicht. Und wer schon gekauft hat, sollte sich auf ein Gefecht mit dem „Damokles-Bewertungsschwert“ vorbereiten. Gewerbe ist mit temporär eingebautem Inflationsschutz noch eine Weile gefeit, aber die Multiplikatoren-Rechnung der vergangenen Jahre geht nicht mehr auf.

### Exkurs – Chancen in den USA

Derzeit ziehen die USA Europa davon. Der Euro implodiert durch die US-Zinserhöhungen. Ende September erhöhte die US-Notenbank Federal Reserve den Leitzins erneut um 75 Basispunkte auf eine Spanne von 3,0 bis 3,25%. Für dieses Jahr sind zwei weitere Zinsschritte, in 2023 mindestens ein weiterer angekündigt. Die Fed hat den Leitzins damit bereits zum fünften Mal angehoben, im Juni und Juli dabei ebenfalls um deutliche 75 Basispunkte. Fed-Chef Jerome Powell wird die Geldpolitik so lange straffen, bis die Inflation deutlich nach unten geht. Dabei nimmt er einen Wachstumsrückgang und einen Anstieg der Arbeitslosigkeit in Kauf. „Ich wünsche mir, es gäbe einen schmerzfreien Weg, dies zu tun. Aber den gibt es nicht“, so Powell.

Damit importiert sich die Eurozone nicht nur weitere Inflation, auch die Investments in den USA werden teurer. Das sollte Investoren, die auf Sicherheit setzen, aber nicht abschrecken, gilt der US-Dollar doch als sicherste Währung der Welt. Stiegen die US-Verbraucherpreise im

Juni auf 9,1%, den höchsten Stand seit 40 Jahren, sank die nominale Inflation im Juli und August bereits leicht auf 8,5% bzw. 8,3%. Restriktive Geldpolitik und fallende

### Entwicklung Dollarkurs (EUR/USD)

Quelle: finanzen.net



Energie- und Spritpreise gehen Hand in Hand. Allerdings könnte es nach Einschätzung von Wirtschaftsexperten zwei Jahre oder länger dauern, bis die Inflation wieder in die Nähe des jährlichen Ziels von 2% fällt. Die Kosten für Mietwohnungen und andere Dienstleistungen (z. B. für die Gesundheitsversorgung) dürften in den kommenden Monaten wahrscheinlich weiter steigen.

Weiterhin robust zeigt sich der US-Arbeitsmarkt. Nachdem die Arbeitslosenzahlen zu Beginn der Corona-Pandemie im März 2020 sprunghaft von 4,5 auf 14,4% im April 2020 angestiegen waren, sanken sie seitdem kontinuierlich auf aktuell 3,8%. Das schnelle Wiederanziehen der Wirtschaft und der Arbeitskräftemangel pushte die Einkommen. In 2020 betrug der reale Anstieg der verfügbaren Einkommen pro Kopf 5,8% und in 2021 rund 2,1%. Die USA weisen unter den westlichen Industrienationen die stärkste demografische Wachstumsperspektive auf. Nach Prognosen des US-Census wird die Bevölkerung von aktuell 332 Mio. in 2021 bis 2031 um 7% auf etwa 355 Mio. Menschen ansteigen. Mit 65,4% weisen die USA zugleich einen hohen Anteil von Personen im erwerbsfähigen Alter auf. Dieser Anteil wird durch die günstige Bevölkerungsstruktur auch in Zukunft hoch bleiben.

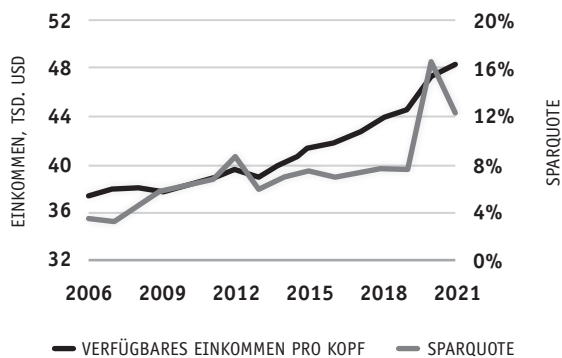
Entsprechend positiv bewerten wir Investitionen in den US-Wohnungsmarkt. Die Kombination aus steigenden Zinssätzen, anhaltender Unterbrechungen der Lieferketten und hohen Eigenheimpreisen führt zum Stimmungs-

einbruch bei Bauherren und einer Verlangsamung des Wohnungsneubaus. Der National Association of Home Builders-Index (NAHB) sank im September den neunten Monat in Folge auf aktuell 46 Punkte, den niedrigsten Stand seit Mai 2014 (mit Ausnahme des Corona-Frühjahrs 2020, wo der Index kurzfristig über zwei Monate einbrach).

Laut NAHB-Chefökonom Robert Dietz zeige die Immobilienrezession keine Anzeichen eines Nachlassens, da die Bauherren weiterhin mit erhöhten Baukosten und einer restriktiven Geldpolitik der Fed zu kämpfen hätten, die dazu beigetragen habe, die Hypothekenzinsen Mitte September auf über 6%, den höchsten Stand seit 2008, zu treiben. In diesem schwachen Markt habe mehr als die Hälfte der Bauherren in einer NAHB-Umfrage angegeben, die Incentives deutlich erhöht zu haben und Preisnachlässe zu gewähren.

### Pro-Kopf-Einkommen und Sparquote

Quelle: U.S. Bureau of Economic Analysis



Das pusht den Mietmarkt. Wo nicht gekauft wird, muss gemietet werden. Das klassische Eigenheimland USA wandelt sich. Jedes Jahr wächst der Mietmarkt um Millionen Menschen. Das sehen auch die deutschen institutionellen Investoren, die ihre Investitionen immer stärker vom gewerblichen auf den wohnwirtschaftlichen Markt lenken. Laut CBRE hat das Investmentvolumen 2021 im Multifamily-Markt mit 315 Mrd. US-Dollar, davon allein 136 Mrd. in Q4 2021, ein deutliches Allzeithoch erreicht. Wohnungsknappheit und steigende Mieten locken Investoren.

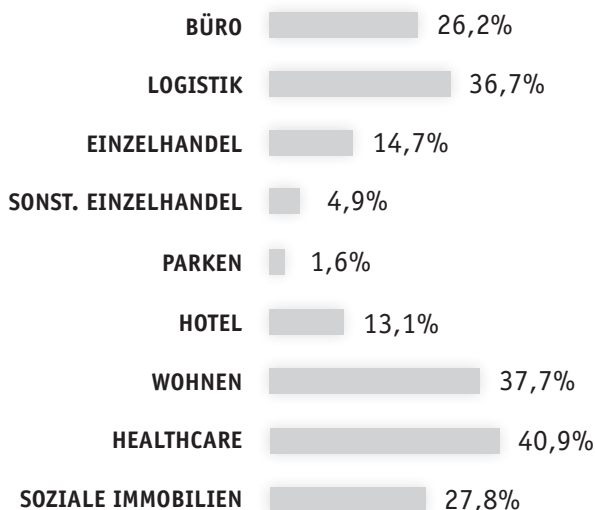
Die Anfangsrenditen (Cap Rates) für Multifamily-Wohn-

anlagen lagen Ende 2021 laut CBRE je nach Region zwischen 3,9 und 5,7%, im US-Schnitt bei 4,6% und damit deutlich über den Werten von deutschen Bestandswohnungen. Dabei ist die Investition in den Multifamily-Markt relativ risikoarm. Das Mietrecht ist pro Vermieter, die Leerstände sind niedrig und die Mieten kommen. Trotz Corona wurden 2020 laut CBRE mehr als 90% der Mieterträge pünktlich gezahlt. Für die Zukunft erwartet CBRE steigende Mietzinsen und Belegungsraten von mehr als 95%. Bei der Auswahl der Standorte ist aber Expertise gefragt, ist der Mietmarkt geographisch und sektoral doch sehr heterogen.

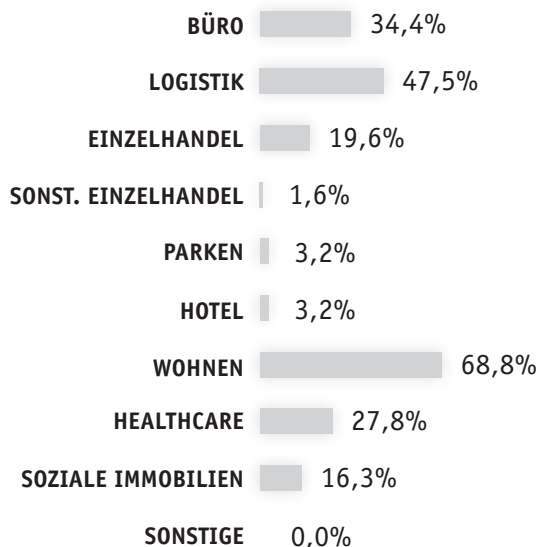
Neben dem „Hin zum Wohnen“ zeichnen sich dabei zwei weitere Trends ab: „Weg aus den Megacities“ und „Neubau statt Bestandsankauf“. 2021 habe sich der Trend von Wanderbewegungen innerhalb der USA laut bulwiengesa Richtung Süden fortgesetzt und verstärkt. Amerikaner verlassen die vergleichsweise teuren Küstenregionen und Nordstaaten und ziehen in Staaten mit niedrigeren Lebenshaltungskosten und geringeren Steuern. Die pandemiebedingte Verlagerung hin zur mehr Fernarbeit und der Wunsch nach mehr Wohnraum haben diesen Trend zusätzlich verstärkt. Das spiegeln auch die Anfangsrenditen (Cap-Rates) wieder. So sind diese für US-Multifamily-Investitionen im Südosten der USA laut des „US Multifamily Market Monitors 1. HJ 2022“ von bulwiengesa auch im vierten Quartal 2021 weiter zurückgegangen. Im Vergleich zum Vorjahr betrug der Rückgang etwa 90 Basispunkte auf 4,5%. Der Südosten weist damit innerhalb der USA neben der Pazifikregion die niedrigste Cap Rate aller Regionen auf. Die starke Investorennachfrage und hohe Liquidität im Markt wirken weiter auf ein niedriges Cap Rate Niveau hin. Allerdings habe sich die Differenz zur 10-jährigen US-Staatsanleihe zuletzt verringert. Ein weiteres Absinken der Cap Rates sei aufgrund der Zinsanhebungen der Fed und höherer Kapitalmarktzinsen laut bulwiengesa allerdings unwahrscheinlich. Realistisch sei vielmehr ein Seitwärtstrend oder eine moderate mittelfristige Erhöhung.

Auf den Sunbelt setzt neben weiteren starken Wachstumsregionen an der Ostküste auch die Münchner BVT Unternehmensgruppe, die seit über 25 Jahren als Spezialist für Investitionen in Wohnimmobilien-Projektentwicklungen im US-Multifamily-Markt tätig ist. In der Residential Serie startete sie unlängst den 18. Fonds, der sich, konzipiert nach luxemburgischem Recht, an institutionelle Anleger richtet. Als Publikumsfonds offeriert die BVT aktuell den BVT Residential USA 17. Neben der BVT engagieren sich u. a. auch die Union In-

WELCHE ZWEI NUTZUNGSARTEN SCHÄTZEN SIE ALLGEMEIN (NEUINVESTMENTS IN DEN KOMMENDEN 24 MONATEN) AM INTERESSANTESTEN EIN?



WELCHE ZWEI NUTZUNGSARTEN HABEN SIE FÜR DIE ALLOKATION IHRER GESELLSCHAFT AM STÄRKSTEN IM FOKUS? (IN DEN KOMMENDEN 24 MONATEN) – ZWEIFACHNENNUNGEN



#### Asset Allokation der Investoren in den kommenden Jahren

Healthcare und Wohnen stehen bei Investoren derzeit hoch im Kurs. Quelle: Catella Research 2022

vestment Real Estate, die erstmals Ende 2021 einen Wohnkomplex in Fort Lauderdale, Florida, erworben hat, die German American Realty rund um Patrick Adenauer, die seit Gründung im Jahr 2014 in 26 separaten Transaktionen Mehrfamilienhäuser im Wert von über einer 1 Mrd. US-Dollar erworben hat und neuerdings auch der Schweizer Investmentmanager Empira, der im August mit dem Empira Residential Invest US einen Immobilienfonds für institutionelle Anleger aufgelegt hat.

Die deutschen Fondsanbieter setzen in der Regel auf die Entwicklung von Multifamily-Projektentwicklungen, zumeist im Class-A-Segment, das ein einkommensstärkeres Mieterklientel anspricht.

#### Aktuelle Angebote

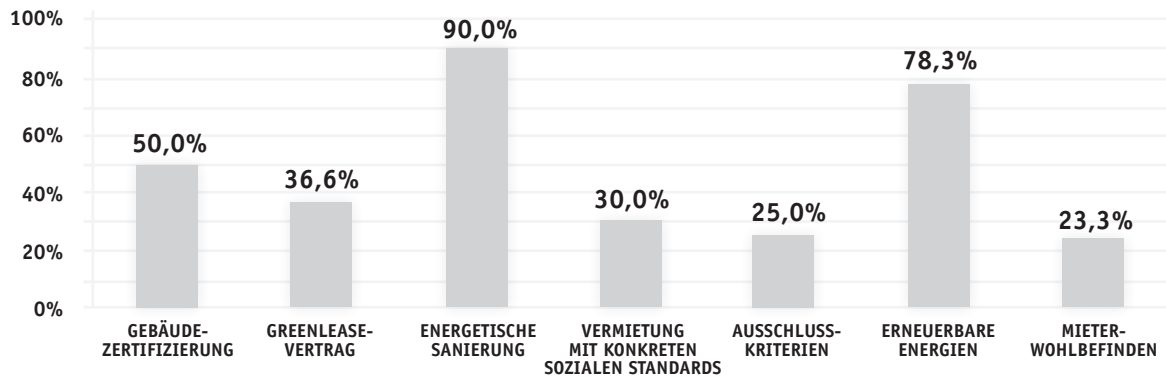
Die Immobilieninvestmentgesellschaft Catella hat 250 deutsche Immobilieninvestoren befragt, welche Entwicklungen aktuell das Investorenverhalten am stärksten beeinflussen. Die größten Gefahren sehen die Befragten in einer anhaltend hohen Inflation, steigenden Baukosten sowie der Zinsentwicklung. Rund 33% der Unternehmen sehen die Fremdkapitalzinsen innerhalb der nächsten zwei Jahre bei 3,0%, knapp 30% erwarten einen Zinssatz von 2,5%. Die ganz überwiegende Mehrheit der Befragten (69%) geht davon aus, dass die durch eine Zinsanhebung verursachte Abnahme der Überschussliquidität Druck aus einigen überhitzten Immobilienmärkten nimmt und sich die Preise zunächst

eher seitwärts bewegen. Rund 25% glauben, dass eine Zinsanhebung mittelfristig für ein sinkendes Preisniveau bei Immobilien sorgt.

Die interessantesten Nutzungsarten innerhalb der nächsten zwei Jahre sind laut den Teilnehmern die Assetklassen Healthcare (40,9%) und Wohnen (37,7%). Weitgehend uninteressant werden die Nutzungsarten sonstiger Einzelhandel (5%), Parken (1,6%) und Hotel (1,6%) eingeschätzt. Geht es um die eigene Asset-Allokation, liegt der Fokus bei den Unternehmen auf den Nutzungsarten Wohnen (68,8%) und Logistik (47,5%). Schlusslichter sind auch hier sonstiger Einzelhandel, Parken und Hotel. Hinsichtlich der regionalen Diversifikation sieht bereits knapp die Hälfte der Befragten die besten Chancen außerhalb Europas.

## ESG-Relevanz aus Investorensicht bei der Gestaltung von Immobilien

Quelle: Catella Research 2022



Die Immobilienexperten sollten ferner verschiedene ESG-Fragestellungen nach ihrer Wichtigkeit einordnen. Als überdurchschnittlich relevant wurden dabei die nachhaltige Bewirtschaftung einer Immobilie aus ökonomischer Sicht, das Risiko beim Verkauf einer nicht-nachhaltig bewirtschafteten Immobilie sowie der Mehraufwand im operativen Geschäft durch das Inkrafttreten der ESG-Regulatorik eingestuft. Die am besten geeigneten Ansätze, eine Immobilie nachhaltiger zu gestalten, sehen die Befragten in der energetischen Sanierung (90%) und der Verwendung von erneuerbaren Energien (78,3%). Der am geringsten ausgewählte Ansatz stellt das Mieterwohlbefinden mit lediglich 23,3% dar. Die Daten deuten nach Einschätzung von Catella darauf hin, dass Environment-Faktoren weiter den sozial ausgerichteten ESG-Maßnahmen vorgezogen werden.

Auch die nackten Zahlen sprechen mittlerweile eine deutliche Sprache. Im Vergleich zu den Halbjahresdurchschnitten der Jahre 2020 und 2021 steigerten in den vergangenen sechs Monaten ledig-

lich Staatsfonds und Offene Publikumsfonds ihr Ankaufsvolumen von Gewerbeimmobilien. Demgegenüber kauften Versicherungen und Pensionskassen (-61% gegenüber Halbjahresdurchschnitt), offene Spezialfonds (-56%), Private-Equity-Fonds (-38%) und sonstige Fonds- und Assetmanager (-25%) deutlich weniger an als noch vor Beginn des Krieges in der Ukraine. Projektentwickler reduzierten ihr Ankaufsvolumen vor diesem Hintergrund lediglich moderat (-18%).

### Deka-Immobilien-Fondsbaukasten

Eine interessante Portfolioergänzung für institutionelle Investoren ist der Immobilien-Fondsbaukasten der Deka. Dieser bietet die Möglichkeit, in Büro-, Handels-, Hotel- und Logistikgebäude in Europa zu investieren. Das Basisprodukt mit einem Fondsvolumen von rund 4,7 Mrd. Euro ist der WestInvest ImmoValue, ein Publikumsfonds für institutionelle Anleger, dessen Anlagefokus sich seit fast zwei Jahrzehnten auf ertragsstarke Büroimmobilien an ausgewählten Standorten in europäischen Ballungszentren richtet.

Als Zielinvestitionen sind Büroobjekte in etablierten Lagen mit einer hohen Objektqualität vorgesehen. Individuell kombiniert mit den drei weiteren WestInvest-Baukastenfonds „WestInvest TargetSelect Hotel“, „WestInvest TargetSelect Logistics“ sowie „WestInvest TargetSelect Shopping“ lassen sich die Chancen sektoraler Diversifikation nutzen.

Der Spezialfonds WestInvest TargetSelect Hotel mit einem Fondsvolumen von 0,6 Mrd. Euro setzt auf Hotelimmobilien in bedeutenden Städten mit einer Mischung aus Geschäftsreisenden und Touristen. Dabei stehen hochwertige Immobilien mit bonitätsstarken Pächtern im Fokus. Das Portfolio ist mit fast zwanzig Objekten in den Innenstädten von Frankfurt, Hamburg, London, Dublin, Edinburgh, Wien und Amsterdam breit aufgestellt.

Der WestInvest TargetSelect Logistics ist gut 1 Mrd. Euro schwer. Er konzentriert sich auf Logistikimmobilien entlang der wichtigsten europäischen Transportrouten. Diese bilden die Basis im Bestand und ermöglichen derzeit eine über-

durchschnittlich hohe Ausschüttungsrendite. Aktuell besitzt der Fonds über 30 Immobilien. Der WestInvest TargetSelect Shopping investiert international in Handelsimmobilien an Standorten mit überregionaler Versorgungsfunktion und berücksichtigt dabei Auswahlkriterien wie Zentralität und Kaufkraft. So sorgen enthaltene Fachmarktzentren, Nahversorgungszentren sowie Highstreet-Lagen für Diversifikation. Alle relevanten Handelskonzepte sind bereits im derzeit mehr als fünfzehn Objekte umfassenden Portfolio des Fonds enthalten. Das Fondsvolumen beträgt rund 0,6 Mrd. Euro.

Der Baukasten bietet anders als vorkonfigurierte pansektorale Fonds die Möglichkeit, bei einer konservativen Anlage die Chancen eines einzelnen Sektors zu suchen, erläutert Marcus Rösch, Geschäftsführer der WestInvest. Beispielsweise überwiegen durch die Disruption der Corona-Krise in gut positionierten Handelsfonds die Chancen die Risiken. Auch Hotelfonds, die sich in den vergangenen Jahren strategisch gut aufgestellt haben, sollten in der Zukunft gute Erträge erwirtschaften, so die Einschätzung von Rösch.

PLATOW-Urteil: Der Immobilien-Fondsbaukasten der Deka ist ein interessantes Konzept, mit dem Investoren nicht nur ihre Portfolios zielgenau im Bereich der Nutzungsarten ausrichten, sondern mit den TargetSelect Fonds auch antizyklische Chancen mit einem etablierten Bestandsportfolio aufgreifen können.

### d.i.i. German Residential Fund

Die 2006 gegründete d.i.i. Gruppe ist ein Spezialist für deutsche Wohnimmobilien. Die d.i.i. führt sämtliche Leistungen vom Objektankauf über die Finanzierung, Objektentwicklung und -betreuung bis hin zum ABERKAUF von Immobilien selbst durch. Die d.i.i. war nach eigenen Angaben mit ihren bisherigen Fonds sehr erfolgreich. In den vergangenen zehn Jahren lag demnach die Bandbreite der Rendite auf Fondsebene zwischen 7 und 11%. Ein konkreter Nachweis für diese Aussage in Form einer testierten Leistungsbilanz oder Performancebericht liegt allerdings nicht vor.

Aktuell beobachtet man bei d.i.i. Marktunsicherheiten, welche aus veränderten Finanzierungskonditionen sowie steigenden Bau- und Energiekosten resultieren. Dennoch blickt d.i.i. mit großem Optimismus voraus. Wohnimmobilien hätten weiterhin eine hohe Relevanz und entsprechend viel Nachfrage. Das Delta zwischen vorhandenen Wohnungen und tatsächlich benötigtem Wohnraum wer-

de insbesondere im großen mittleren Wohnsegment auch in den kommenden Jahren weiter ansteigen, so die Einschätzung der Immobilienexperten von d.i.i. Aktuelle Krisen und dadurch bedingte steigende Migrationszahlen würden diese Situation weiter verschärfen.

Der d.i.i. German Residential Fund befindet sich in der Anfangsphase des Portfolioaufbaus. Er wird in deutsche Wohnimmobilien investieren, die u. a. in Hamburg, Berlin, Köln, Düsseldorf, Frankfurt, Leipzig und Dresden sowie den Metropolregionen dieser Städte liegen. Rund 75% der verfügbaren Mittel sollen in Bestandsentwicklung und 25% in zu privatisierende Objekte investiert werden. Im Rahmen einer Core Plus/Manage to Core-Strategie kauft der Fonds Bestandsimmobilien mit Sanierungs- und/oder Modernisierungsbedarf und Mieten unter Marktniveau. Durch die Sanierung werden die Immobilien in einen zeitgemäßen Zustand gebracht, die Nebenkosten gesenkt und die Gesamtmiete der Immobilien auf eine sozialverträgliche, aber stetige Weise dem Marktniveau angenähert. Im Rahmen der Privatisierung sollen einzelne Wohneinheiten durch eine frühe Exit-Strategie veräußert werden.

Der Fonds strebt ein Investitionsvolumen von 800 Mio. Euro an, das mit maximal 50% Fremdkapital finanziert wird. Weitere Eckdaten sind eine Mindestanlage von fünf Mio. Euro, eine Laufzeit von sechs Jahren sowie eine Gewinnausschüttung von 4%. Die Zielrendite wird mit 8-11% (IRR) beziffert.

PLATOW-Urteil: Die d.i.i. Gruppe ist ein Spezialist für deutsche Wohnimmobilien mit langjähriger Erfah-

rung. Konzeption und Eckdaten des Fonds sind schlüssig und lassen ein vernünftiges Investment erwarten.

### GRR Future Retail Properties 1

Die GRR Group ist ein auf Basic Retail spezialisierter Investment- und Asset-Manager mit ausschließlichem Fokus auf den Lebensmitteleinzelhandel. Sie betreut mehr als 500 Einzelhandelsimmobilien der bekanntesten deutschen Lebensmitteleinzelhändler mit über 60 Objekten im Eigenbestand und einem Gesamtwert von über 1,95 Mrd. Euro. Seit der Erstauflage in 2012 wurden vier institutionelle Fonds mit mehr als 850 Mio. Euro Eigenkapital erfolgreich platziert und ein Fondsvermögen von rund 1,5 Mrd. Euro initiiert. Die Retail Funds der GRR konnten bisher stabile Renditen erzielen. Grundlage dafür waren eine breite Diversifikation, hohe Fungibilität, lange Mietverträge und bonitätsstarke Mieter aus dem krisenresistenten Lebensmitteleinzelhandelssegment.

Der neue GRR Future Retail Properties 1 ist ein deutscher Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen. Die Anlagestrategie fokussiert sich auf Immobilien aus den Kategorien Core/Core+ mit einer klaren Nachhaltigkeitsstrategie. Die zu erwerbenden Immobilien müssen stets nachprüfbar ESG-Kriterien entsprechen. GRR hat zu diesem Zweck mit der Beratungsgesellschaft imug ein eigenes ESG-Scoringmodell entwickelt.

Als potenzielle Ankermieter für die geplanten Nahversorgungsimmobilien kommen die Top 10 des deutschen Lebensmitteleinzelhandels

infrage. Der Fonds hat keine feste Laufzeit und soll ein Eigenkapital von 200 Mio. Euro und ein Zielinvestitionsvolumen von 350 Mio. Euro haben. Es wird eine Zielausschüttung von etwa 4% angestrebt, die Mindestanlage beträgt 2 Mio. Euro. „Mit dem GRR Future Retail Properties 1 wollen wir dazu beitragen, die Energiewende bei Einzelhandelsimmobilien zu beschleunigen. Bereits jetzt modernisieren wir unsere Objekte im Bestand nach Nachhaltigkeitskriterien, stattdessen die Märkte mit Solarpanels aus, legen Bienenwiesen an und senken mit energetischen Sanierungen den Energieverbrauch“, so Martin Führlein, Vorstand der GRR Group, auf unsere Anfrage.

PLATOW-Urteil: Der GRR Future Retail Properties 1 ist eine konsequente Fortentwicklung der bisherigen GRR German Retail Fund-Serie. Anleger setzen auf einen erfahrenen Anbieter mit einer klaren Investitionsstrategie, der schon lange vor Corona die Attraktivität von Nahversorgungsimmobilien entdeckt hat.

### HAHN German Retail Fund V

Das Leistungsspektrum der Hahn Gruppe deckt den gesamten Wertschöpfungsprozess eines Immobilieninvestments ab, der Ankauf, das Management und die Veräußerung erfolgen aus einer Hand. Mit inzwischen rund 190 aufgelegten Immobilienfonds für Privatkunden und semiprofessionelle Anleger und einem historischen Investitionsvolumen von über 4 Mrd. Euro zählt die Hahn Gruppe zu den bedeutenden Emittenten von geschlossenen Fonds. Neben den klassischen Immobilienfonds für private Investoren hat die Hahn Gruppe über ihre Konzerntochter DeWert Deutsche Wertinvestment GmbH als zugelassene Kapitalverwaltungsgesellschaft auch Spezialfonds für institutionelle Investoren aufgelegt.

Die institutionellen Investoren sind nach Einschätzung von Hahn weiter auf der Käuferseite. Mit Eintrübung des Wirtschaftsumfelds gehen sie aber selektiver und abwartender vor. Ferner sehen die Investoren es in diesem Marktumfeld als vorteilhaft an, in stabile Anlagen mit langfristig gesicherten Cashflows zu investieren. Zu einem Allokationsproblem könnte die sinkende Bewertung konkurrierender Assetklassen aufgrund der Turbulenzen am Kapitalmarkt werden. Bei Akteuren, die ihre Immobilienquote im Auge behalten müssen, könne dies den Anlagebedarf tendenziell verringern, wenn die Immobilienquote aufgrund einer höheren Bewertungsgewichtung steigt, so die Einschätzung von Hahn.

Ein wichtiger Trend bei den institutionellen Investoren sind nachhaltige Immobilieninvestments. Dieser Nachfrage will Hahn mit dem neuen offenen Immobilien-Spezialfonds entsprechen. Der HAHN German Retail Fund V kommt auf ein geplantes Zielinvestitionsvolumen von rund 280 Mio. Euro. Als sogenannter Artikel-8-Plus-Fonds wird der Spezial-AIF gemäß EU-Offenlegungsverordnung ökologische und soziale Merkmale berücksichtigen sowie nachhaltige Investitionen anstreben. Der Immobilienfonds richtet sich mit einer Mindestzeichnung von 5 Mio. Euro an (semi)professionelle Anleger wie insbesondere Stiftungen, Versorgungswerke, Pensionskassen und Versicherungen. Angestrebt sind Core-/Core-Plus-Investments in versorgungsorientierte, großflächige Handelsimmobilien, also Fachmarktzentren, SB-Warenhäuser, Verbraucher- und Baumärkte.

PLATOW-Urteil: Die Hahn Gruppe ist der Anbieter der Wahl, wenn es um großflächigen Einzelhandel geht. Anleger setzen auch beim neuen Fonds auf einen Anbieter mit überzeugendem Track-Record.

### IMMAC Sozialimmobilien 117. Renditefonds

Die IMMAC Group ist seit 1997 auf Investitionen im Healthcare-Sektor spezialisiert. Sie hat in der Vergangenheit sowohl Publikums- als auch Spezialfonds initiiert und anschließend die Fondsverwaltung übernommen. Seit ihrer Gründung hat IMMAC rund 2 Mrd. Euro in mehr als 170 Betreiberimmobilien investiert.

Der IMMAC Sozialimmobilien 117. Renditefonds ist ein Spezial-AIF für semiprofessionelle und professionelle Anleger mit einer Mindestbeteiligung von 200 000 Euro. Der Fonds investiert in eine Seniorenresidenz in Halle. Das Anlageobjekt wurde um 1980 als klassisches Wohnhaus („Platte“) erbaut, in den Jahren 2013/14 grundlegend saniert und für betreutes Wohnen barrierefrei umgebaut. Seit 2014 wird das Anlageobjekt als Seniorenwohnanlage genutzt. Es umfasst 67 betreute Wohneinheiten. Die Ausstattung der Servicewohnungen ist insgesamt einfach, technisch funktional und wird als seniorengerecht eingestuft. Pächterin des Anlageobjektes ist die 2019 gegründete Amalie Verwaltungs GmbH. Die Amalie Verwaltungs GmbH wird von einer Wirtschaftsagentur mit einem Bonitätsindex von 294 bewertet (Stand: September 2021), was als „mittlere Bonität“ (Bereich 290–311) gilt. Drei Pflegedienstleister aus der Amalie Gruppe erbringen ambulante Pflegeleistungen, sie sind über Mietverträge direkt in der Seniorenwohnanlage stationiert.

Im Rahmen der Mittelverwendung werden rund 87% für den Erwerb der Immobilie inklusive Nebenkosten verwendet. Die emissionsabhängigen Kosten liegen bei etwa 11%. Die jährlichen Kosten für die Fondsverwaltung fallen mit rund 2,2% vom Nettoinventarwert sehr hoch aus, sie dürfen sogar maximal 2,75% p. a. betragen. Die Prognoserechnung unterstellt, dass das Anlageobjekt im Jahr 2036 veräußert wird. Es werden jährliche Auszahlungen von anfänglich 3,4% zuzüglich eines Veräußerungserlöses von knapp 129% in Aussicht gestellt.

PLATOW-Urteil: Durch die politische Stärkung der ambulanten Pflege gewinnen alternative Wohnformen wie das betreute Wohnen zwar zunehmend an Bedeutung. Aber nicht jedes Objekt ist damit schon ein Selbstläufer. Die Eckdaten des Fonds wie Objektart („Platte“) und Ausstattung, Bonität des Pächters sowie die laufenden Fondskosten bergen Risiken, die deutlich zu Lasten der Rendite gehen können.

### ProReal Kapstadtring

Nach Einschätzung von Malte Thies, geschäftsführender Gesellschafter der One Group GmbH, ist der deutsche Immobilienmarkt robust. Zudem weite sich die Finanzierungslücke in der Projektfinanzierung, bedingt durch den Rückzug von Banken aus regulatorischen Gründen, aus und alternative Fremdkapitalgeber gewinnen an Bedeutung. Daraus ergäben sich attraktive Anlagemöglichkeiten für private, semi-professionelle sowie institutionelle Investoren, die über kurze Laufzeiten von attraktiven Zinssätzen profitierten.

Der ProReal Kapstadtring ist der erste Spezial-AIF der One Group. Die



Fondsgesellschaft hat die Absicht, sich indirekt über den Erwerb von bis zu 89,9% der Anteile der Pro-Real Kapstadtring 1 GmbH & Co. KG („Objektgesellschaft“) an einer Immobilie in Hamburg zu beteiligen. Das 1966 von der Claudius Peters AG errichtete Gebäude war das erste Bürohaus am Standort City Nord. Die Architektur ist typisch für seine Zeit und wurde 2013 unter Denkmalschutz gestellt. 2014 erfolgte der Erwerb durch die ISARIA Wohnbau AG. Die Revitalisierung, welche eine komplette Kernsanierung vorsah, begann 2016 und dauerte zwei Jahre. Seit 2018 bietet das zwölfgeschossige Gebäude 143 Serviced Apartments mit einer Größe von jeweils rund 31 qm. Mieter der Immobilie ist die 2022 gegründete COSI Hamburg Nord GmbH, eine Tochtergesellschaft der 2019 gegründeten Numa Group GmbH. Für keines der beiden Unternehmen gibt es ein Bonitätsrating. Der Mietvertrag hat eine Laufzeit von 15 Jahren.

Die geplante Fondslaufzeit endet am 31.12.32. Eine Beteiligung ist ab 200 000 Euro möglich. Auf Ebene der Objektgesellschaft ist ein Darlehen in Höhe von 13,6 Mio. Euro, das ca. 48% des Verkehrswertes der Immobilie entspricht, aufgenommen worden. Die Laufzeit des Darlehens endet am 1.3.32. Der vereinbarte Zinssatz beträgt 2,39% p.a. Der Fonds prognostiziert eine jährliche Auszahlung von 4,5 bis 5% sowie einen Gesamtmittelrückfluss von 148%.

PLATOW-Urteil: Der erste Spezial-AIF der ONE GROUP investiert mit der Nutzungsart Serviced Apartments in eine Immobilie mit speziellen Risiken und Chancen. Das Konzept setzt auf eine Nische mit wachsender Nachfrage. Wichtig für den Fonds ist allerdings, dass der

Mieter finanzstark genug ist, auch schwierige Zeiten durchzustehen. Zu beachten ist ferner, dass die Immobilie unter Denkmalschutz steht. Hieraus ergeben sich erhebliche Einschränkungen hinsichtlich der Nutzung und es können sich zudem erheblich höhere finanzielle Aufwendungen hinsichtlich baulicher Veränderungen ergeben.

### Real I.S. „Modern Living“

Die Real I.S. ist seit gut 30 Jahren als Immobilien-Assetmanager am Markt und verantwortet Assets unter Management von über 12,5 Mrd. Euro. Für institutionelle Investoren setzt Real I.S. bereits seit über 20 Jahre Investments um, insbesondere durch breit gestreute Portfoliofonds mit Core/Core+-Immobilien. Für das Gesamtportfolio nennt die Real I.S. eine aktuelle Vermietungsquote von über 97%, was in der aktuellen Phase einen Spitzenwert darstellt.

Nach dem Real I.S. „Wohnen I“ aus 2020 ist „Modern Living“ der zweite Fonds, der ausschließlich in das Segment Wohnen investiert. Die neue Strategie fokussiert sich auf „Lebensphasen bezogenes Wohnen“, es ist also geplant, mit den Investments alle Lebensphasen abzudecken. So soll im Ergebnis ein breit gestreutes Wohnportfolio beginnend von Studenten- und Businessapartments über klassisches Wohnen bis hin zu altersgerechtem Wohnen entstehen. Hier sehe man neben Betreutem Wohnen und Pflegeeinrichtungen insbesondere auch Objekte, die beide Unternutzungsarten abbilden, als sehr spannend an. „Die Planungen für diesen Fonds laufen bereits länger und so konnten in den vergangenen Jahren strategische Partner gewonnen werden, um das Portfolio zügig zu befüllen“, so der Vorstandsvorsitzende der Real I.S., Jochen Schenk.

Das Thema „ESG und Nachhaltigkeitskriterien“ hat bei der Real I.S. hohe Priorität und daher sind alle aktuellen Fonds im Vertrieb bereits Artikel-8-Fonds, auch Real I.S. Modern Living. Die Platzierung läuft gut, es konnten in kurzer Zeit über 200 Mio. Euro Eigenkapital akquiriert werden. Insgesamt sollen etwa 500 Mio. Euro Eigenkapital eingeworben und ein Immobilienvolumen von rund 800 Mio. Euro erreicht werden. Die ersten Ankäufe sind bereits erfolgt. Neben einem Investment in Micro-Apartments in Hamburg mit der Bundesanstalt für Immobilienaufgaben als Mieter, wurde in Dublin ein Objekt für klassisches Wohnen erworben, hier mit einem 25-jährigen Mietvertrag der Stadt Dublin. Weitere drei Investments erfolgten in altersgerechtes Wohnen in

Frankreich. Für die fünf bereits angebotenen Objekte gibt Real I.S. eine Prognose von durchschnittlich 3% p.a. nach Kosten an und liegt damit genau in der Fondsstrategie von 2,75 bis 3,25%.

PLATOW-Urteil: Mit dem „Modern Living“ bietet Real I.S. erneut einen Fonds in einem Teilsegment an, mit dem Investoren ihre Portfolios, die diese Segmente oftmals noch nicht oder nur wenig abdecken, ergänzen können. Die ersten Investments klingen vielversprechend, so dass der Fonds einen echten Mehrwert erwarten lässt.

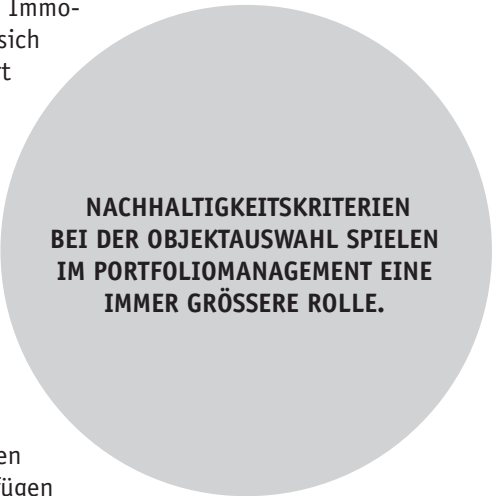
### Wealthcap Spezial-AIF Immobilien 9

Wealthcap ist schon im April 2022 mit dem „Wealthcap Spezial-AIF Immobilien 9“, einem Artikel-8-Fonds mit Fokus auf energieeffizienten Immobilien der Nutzungsarten Büro und (Mikro-)Wohnen, gestartet. Der Fonds soll sein Zielvolumen von bis zu 160 Mio. Euro in zwei bis drei Immobilien investieren und über zwölf Jahre eine durchschnittliche laufende Ausschüttung von 3% p.a. erwirtschaften. Das Produkt steht Anlegern ab 200 000 Euro offen und ist speziell den Bedürfnisse von Kirchen und Stiftungen angepasst.

Das geplante Portfolio besteht aus bis zu drei modernen bereits gesicherten und refinanzierten Immobilien in München, Freiburg und Nürnberg. Bei dem Objekt in München-Trudering handelt es sich um ein für 25 Jahre an die Kolping-Bildungswerke vermietetes Studentenwohnheim (KfW-Effizienzhaus-55 Baujahr 2021). Es ist ein indirekter Erwerb vorgesehen, indem sich der Fonds an der Immobilien-Objektgesellschaft

beteiligen wird, die die Immobilie bereits angekauft hat. Das zweite Objekt ist ein neu errichtetes Bürogebäude in Nürnberg, das langfristig für zehn Jahre an die Bundesanstalt für Immobilienaufgaben vermietet ist. Für die Büroliegenschaft in unmittelbarer Nähe zum Nürnberger Hauptbahnhof wird aufgrund der hohen Nachhaltigkeitsstandards eine DGNB-Gold-Zertifizierung angestrebt. Auch hier ist ein indirekter Erwerb vorgesehen, indem sich der Fonds an einer Immobilien-Objektgesellschaft beteiligen wird, die die Immobilie bereits angekauft hat. Die dritte Immobilie befindet sich in Freiburg. Dort hat Wealthcap zwei energieeffiziente Büroimmobilien erworben. Die Bauabschnitte B und C der an der Freiburger Zollhallenstraße gelegenen „Green City Offices“ verfügen über insgesamt 5 919 qm Mietfläche. Eine Büronutzung ist auf 5 407 qm vorgesehen, hinzu kommen 229 qm Gastronomie sowie 204 qm Lagerfläche. Es handelt sich um eine Multi-Tenant-Immobilie, der Hauptmieter hat einen Mietvertrag von 8 bis 10 Jahren abgeschlossen.

PATOW-Urteil: Wealthcap ist die Zusammenstellung eines attraktiven Immobilienportfolios gelungen. Der Fonds kann mit verschiedenen Standorten und Nutzungsarten, einer langfristigen Vermietung sowie einem klaren Nachhaltigkeitsfokus in unseren Augen punkten.



**NACHHALTIGKEITSKRITERIEN  
BEI DER OBJEKTAUSWAHL SPIELEN  
IM PORTFOLIOMANAGEMENT EINE  
IMMER GRÖßERE ROLLE.**

# ES BRÖCKELT BEIM BETONGOLD IMMO-AKTIEN GEHÖREN ABER INS DEPOT

Ein Lieblingssektor deutscher und internationaler Anleger ist 2022 kräftig unter die Räder gekommen. Steigende Notenbankzinsen haben auch bei Immobilien eine Neubewertung ausgelöst. Der kräftige Kursverlust der ersten sechs Monate hat aber dafür gesorgt, dass bei einigen qualitativ hochwertigen Immobilienaktien inzwischen günstige Einstiegsgemeinschaften zu erkennen sind. Wir zeigen auf, worauf Anleger bei Immobilienwerten achten sollten.

**N**ach vielen praktisch zins- und inflationslosen Jahren sind die Teuerungsraten in den USA und Europa auf seit Jahrzehnten nicht mehr gesehene Niveaus gestiegen. In den USA lag die Inflation im August mit 8,3% so hoch wie zuletzt in der zweiten Ölkrise Anfang der 1980er-Jahre. In Europa ist die Teuerung im Sommer 2022 auf 9,1% gestiegen, ebenfalls ein 40-Jahres-Hoch. Die aus dem Ruder laufenden Konsumentenpreise haben die Noten-

banken weltweit (mit Ausnahme von China, Japan, Russland und der Türkei) gezwungen, die Geldpolitik deutlich restriktiver zu gestalten. Die US-Notenbank Fed peilt mittlerweile zum Jahresende bei den von ihr festgesetzten Leitzinsen ein Zinsniveau von rd. 4,5% an, bei der EZB erwarten Experten einen Anstieg auf rd. 1,75%.

Das hat Folgen für die Immobilienbranche: Die gestiegenen Marktzinsen verteuern die Finanzierung



## AUF DIESE IMMOBILIENAKTIEN SOLLTEN SIE 2023 ACHTEN

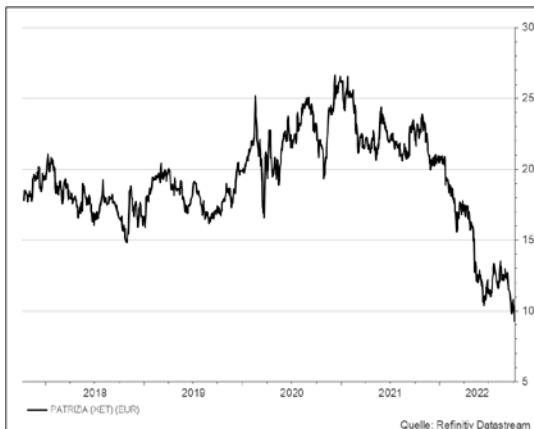
Unternehmen	ISIN	Aktienkurs	NAV je Aktie 2022e	NAV je Aktie 2023e	Div.-Rendite 2022e
CA Immo	AT0000641352	30,10 EUR	34,80 EUR	36,50 EUR	3,5%
Defama	DE000A13SUL5	22,00 EUR	24,12 EUR	27,13 EUR	2,5%
Ina Invest	CH0524026959	19,30 CHF	23,70 CHF	25,30 CHF	0,0%
Patrizia	DE000PAT1AG3	9,34 EUR	16,25 EUR	17,85 EUR	3,4%

Quellen: Refinitiv und eigene Schätzungen; Stand: 10.10.2022

## Patrizia – Führende europäische Anlaufstelle für Immobilien-Investments

### Patrizia

Quelle: Refinitiv



Die traditionell im Bereich Wohnimmobilien agierende Patrizia hat sich seit der Gründung im Jahr 1984 zu einem führenden europäischen Investmentmanager für institutionelle und private Investoren weiterentwickelt. Der Großteil des Vermögens ist in Büros (30%) und Wohnimmobilien (27%) in Europa investiert, gefolgt von Logistik (13%), Einzelhandel (11%) sowie Infrastruktur (11%). Erlöse (1. Hj.: 158,5 Mio. Euro) generiert die Gesellschaft v. a. durch Verwaltungsgebühren (69%) auf das investierte Kapital (AuM). Diese haben einen wiederkehrenden und gut planbaren Charakter, weshalb das Management um Unternehmensgründer und Mehrheitsaktionär Wolfgang Egger (CEO; rd. 52% der Anteile) sich das Mittelfristziel gesetzt hat, eine durchschnittliche organische Wachstumsrate bei den AuM von 8 bis 10% zu erzielen. In diesem Jahr sind die AuM per Ende Juni auf 56 Mrd. Euro (+16,7%) angewachsen.

Operativ mussten die Augsburger im Mai die Prognose wegen geopolitischer und makroökonomischer Risiken nach unten korrigieren. Demnach erwarten die Bayern beim EBITDA nunmehr 100 Mio. bis 120 Mio. (zuvor: 120 Mio. bis 145 Mio.) Euro. Zwischen Januar und Juni kam das Unternehmen auf ein

operatives Ergebnis von 54,5 Mio. Euro, womit die neue Guidance machbar erscheint. Fundamental überzeugt Patrizia mit einem niedrigen Nettoschuldenstand von 1,1x EBITDA. Mit Blick auf das NAV je Aktie von 16,25 Euro für 2021 hat das Paper (9,34 Euro; DE000PAT1AG3) ein Kurspotenzial von rund 70% auf den inneren Vermögenswert. Das 2022er-KGV von 25 ist zwar hoch, dank erwarteter EPS-Zuwächse von durchschnittlich 13% in den nächsten drei Jahren aber noch attraktiv einzuschätzen. **■ Kaufen Sie Patrizia.**

von Ankäufen neuer Portfolien, während die höheren Preise und die schlechte Lieferbarkeit wichtiger Baumaterialien die Kosten für Bau- und Sanierungsvorhaben nach oben treiben. Zudem fällt zunehmend das Niedrigzinsumfeld weg, das jahrelang ein Treiber für immer höhere Bewertungs-Multiples war.

### Immobilien sind Inflationsschutz

Der Markt hat darauf reagiert: Im Universum der von uns beobachteten rund 50 Immobilienwerte aus der DACH-Region (Deutschland, Österreich, Schweiz) beträgt der Kursrückgang seit Jahresbeginn im Schnitt 19% – was sich aber im Vergleich zur Entwicklung vieler Indizes sogar noch sehen lassen kann. Denn es gibt weiterhin gute Gründe, gerade in unsicheren Zeiten in Betongold

investiert zu sein: Immobilien sind Sachwerte, die auch bei starken Marktverwerfungen ihren Nutzwert behalten, durch Vermietung oder Verpachtung und oft indexierte Verträge relativ stabile Erträge generieren.

Qualitativ hochwertige Immobilienaktien können daher auch in schwierigen Marktphasen und insbesondere in Zeiten hoher Inflationsraten eine gute Beimischung für jedes Aktiendepot darstellen. Aber wie erkennen Anleger qualitativ hochwertige Aktien im Immobilienbereich? Nun, hier ist es im Grundsatz zunächst einmal wie in allen anderen Sektoren der Wirtschaft: Profitables, stetiges Wachstum in der Vergangenheit und in der von Analysten projizierten Zukunft bilden die Grundlage. Hinzu kommen spezifische Kennziffern wie die Funds From Operations (FFO), die möglichst ohne Erträge aus Portfolioverkäufen berechnet sein sollten und die opera-

## Ina Invest beweist relative Stärke

### Jung und dynamisch

Mit einer YTD-Performance von +6,8% entwickelt sich die Aktie von Ina Invest entgegen dem Gesamtmarkt stabil. Die Schweizer Immobiliengesellschaft, welche als Spin-Off des Baudienstleisters Implenia entstanden und seit 2020 eigenständig an der Börse notiert ist, deckt von der Beschaffung, Entwicklung und Fertigstellung von Bauprojekten bis hin zur Vermietung und Verwaltung die gesamte Wertschöpfungskette der Immobilienwirtschaft ab. Damit ist das Unternehmen breiter aufgestellt als z. B. reine Bestandshalter. Vor dem Hintergrund der aktuellen Herausforderungen in der Branche erweist sich das Geschäftsmodell als widerstandsfähig, wie auch der Bericht zum Halbjahr beweist.

Trotz der Preissteigerungen im Bau vervierfachte sich das EBIT auf 12,0 Mio. (Vj.: 3,1 Mio.) CHF. Neben den erhöhten Mieterträgen (+305%; 52% vom Umsatz) waren positive Wertveränderungen der Liegenschaften sowie ein Einmaleffekt hierfür maßgeblich. Den Schwerpunkt setzt das noch junge Unternehmen auf Wohnimmobilien (52%), gefolgt von Büro- (27%), Hotel- (7%) und Gewerbeimmobilien (6%) in attraktiver Stadtlage in der gesamten Schweiz. Aktuell notiert die SIX-Aktie (19,30 CHF; CH0524026959) mit einem Abschlag von rd. 20% auf den für 2022 erwarteten NAV von 23,70 CHF. Bei erwarteten EPS-Zuwachsraten von 31% p.a. bis 2024 halten wir einen Einstieg in das Papier jetzt für ratsam.

▣ **Kaufen Sie Ina Invest.**

### 📈 Ina Invest

Quelle: Refinitiv



tive Ertragskraft eines Immobilienunternehmens messen. Ergänzend blicken wir neben Leerstandsquoten und Mieterträgen in der gegenwärtigen Marktphase vor allem auf den inneren Vermögenswert (Net Asset Value; NAV), mit dem die im Unternehmen gesammelten Sachwerte bewertet werden, und die Risikokennziffer Loan-to-Value (LTV), die den Beleihungsgrad und damit die Abhängigkeit von steigenden Zinsen misst.

Warnend muss an dieser Stelle allerdings angemerkt werden, dass die beiden letztgenannten Kennziffern durchaus Interpretationsspielraum zulassen: Beim NAV kommt es darauf an, wie konservativ die im Portfolio enthaltenen Grundstücke und Immobilien bewertet werden; der LTV wiederum muss insbesondere vor dem Hintergrund interpretiert werden, wie lange die Restlaufzeiten der bestehenden Kredite noch sind und wann sie refinanziert werden müssen.

## Wohnungen weiter gefragt

Der Wohnungsbausektor bleibt von einem strukturellen Nachfrageüberhang gekennzeichnet. Die Berliner Ampel-Koalition aus SPD, Grünen und FDP hatte sich in ihrem Koalitionsvertrag eigentlich das Ziel gesetzt, 400 000 Wohnungen pro Jahr zu bauen, davon 100 000 Sozialwohnungen mit bezahlbaren Mieten. Nur mit einer solchen Bauanstrengung wäre es möglich, auf mittlere Sicht die weiter steigende Nachfrage zu decken. Doch angesichts steigender Baukosten, eines anhaltenden Fachkräftemangels auch auf dem Bau und unzuverlässiger gewordener Lieferketten erschien uns dieses hehre Ziel zuletzt deutlich schwieriger erreichbar. Im

## CA Immo setzt auf Top-Lagen

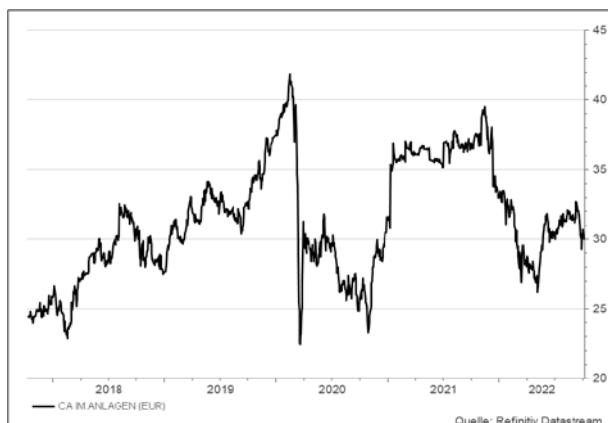
### Büroimmobilien in Hauptstädten

Vom Profil her scheint CA Immo nicht unbedingt in die Liste der Top-Empfehlungen zu gehören. Der Immobilienverwalter setzt auf Büroimmobilien in Deutschland (Berlin, Frankfurt, München und Düsseldorf; insgesamt 60% des Portfolios) und ausgewählten osteuropäischen Hauptstädten (Wien, Warschau, Prag, Budapest, Bukarest). Doch die Österreicher machen bei ihrer Konzentration auf Top-Lagen wohl einiges richtig, denn im Verlauf der vergangenen fünf Jahre kletterten die Mieteinnahmen um 2% p.a. und der operative Gewinn FFO I sogar um 3,7% pro Jahr. Gleichzeitig sind der LTV mit durchschnittlich 44,3 und der Vermietungsgrad mit 93,9% voll im grünen Bereich. Und schließlich verfügen die Wiener durch den Erwerb eines Grundstücksportfolios einer Deutsche Bahn-Tochter noch über entwicklungsfähige Grundstücke in Citylagen (Büro) bzw. gut angebundenen Cityrandlagen (Wohnen). Hier schlummert noch reichlich Potenzial.

Kein Wunder, dass die am besten an der Wiener Börse zu handelnde Aktie (30,10 Euro; AT0000641352) seit Jahresbeginn gerade einmal 9% an Wert eingebüßt hat. Bei dem Unternehmen gefallen uns zum einen die sehr stabilen Kapitalrenditen (RoE: 12% im Schnitt der vergangenen 5 Jahre), zum anderen das Kurspotenzial von gut 15% zum erwarteten 2022er-NAV, den die Wiener im Schnitt der vergangenen fünf Jahre um 4,9% p.a. steigern konnten. **► Wir raten bei CA Immo zum Kauf!**

#### CA Immo

Quelle: Refinitiv



1. Hj. 2022 wurden jedenfalls mit 185 772 rd. 2% weniger Neu- und Umbauten bewilligt als vor Jahresfrist, wie das Statistische Bundesamt ermittelt hat. Die Situation hat sich dabei im Jahresverlauf wegen der genannten Faktoren sogar noch verschärft: Im Juni betrug die Lücke zum Vorjahr mit 30 425 Genehmigungen sogar schon 4,5%.

Dabei zeigt sich, dass aufgrund der knappen Bodenressourcen der Trend zum Mehrfamilienhaus, wie es oftmals von den klassischen börsennotierten Wohnungsverwaltern bevorzugt wird, weiter verstärkt hat. Im 1. Hj. wurden mit 41 765 Wohnungen 17% weniger Einfamilienhäuser als vor Jahresfrist genehmigt; bei der Zahl der Mehrfamilienhäuser gab es dagegen ein ordentliches Plus von 7,8% auf 99 755 Wohnungen.

Experten warnen vor einer weiter aufgehenden Schere zwischen Angebot und Nachfrage, insbesondere in den großen Städten. „Vor allem bei den Sozialwohnungen und bei bezahlbarem Wohnraum gibt es in weiten Teilen Deutschlands einen erheblichen Mangel“, erklärte jüngst IG Bau-Chef Robert Feiger. Das hat Folgen für die zu erwartende Mietpreisentwicklung. Im Juli dieses Jahres legten die Mieten in Deutschland bereits stark zu.

Trotz stetig steigender Mieten bleibt Deutschland dabei ein Land der Mieter: Etwa 57,9% der Menschen leben aktuell zur Miete. In Hamburg und Berlin ist der Mietanteil besonders hoch. In der Hansestadt lebt nicht einmal jeder Vierte in den eigenen vier Wänden, während sich im hippen Berlin nur jeder siebte Einwohner Eigentümer einer selbstbewohnten Wohnung nennen kann. Die Mieten selbst

## Defama will bis 2025 Jahr für Jahr zweistellig wachsen

### Defama

Quelle: Refinitiv



Langjährige PLATOW-Leser kennen Defama (22,00 Euro; DE000A13SUL5) bereits. An dem Vermieter von Fachmarkt- und Einkaufszentren führt einfach kein Weg vorbei. Vorstand Matthias Schrade sucht Objekte mit wenig Leerstand bzw. Investitionsbedarf und einer Größe zwischen 1 Mio. und 5 Mio. Euro in kleinen bis mittelgroßen, wachsenden Städten. Dabei verfolgt er eine „Buy-and-Hold“-Strategie mit dem Ziel, nachhaltig zweistellige Eigenkapitalrenditen zu erwirtschaften. Durch die Konzentration auf kleinere Objekte geht das Unternehmen institutionellen Investoren aus dem Weg, durch die Konzentration auf Nahversorgungszentren entstehen keine Probleme durch die Konkurrenz des Online-Handels und durch den Fokus auf kleine und mittelgroße Städte findet Defama gute Standorte zu niedrigen Kaufpreisen.

Am Berliner Immobilienverwalter gefällt uns v. a. die enorme Wachstumsstärke: Die FFO je Aktie haben sich von 2017 (0,73 Euro) bis 2021 (1,60 Euro) mehr als verdoppelt (+119%); für 2022 sind 1,81 Euro angekündigt. Bis 2025 will Defama den Portfoliowert im Schnitt jedes Jahre um 8% auf bis zu 300 Mio. Euro steigern, wobei bei Mieterträgen (+10,2% p. a.) und FFO

je Aktie (+11,8% p. a.) zweistellige Raten angepeilt sind. Rd. 89% der Mieterträge sind durch Wertsicherungsklauseln inflationsgeschützt und der relativ hohe LTV von 57,2% wird durch eine lange durchschnittliche Zinsbindung von 6,5 Jahren relativiert. Beim NAV (seit IPO 2016 mehr als vervierfacht; per 30.6. bei 21,62 Euro) verweist Schrade auf seine sehr konservative Bilanzierung, die Objekte nur mit dem etwa 12,7-Fachen ihrer Mieteinnahmen bewertet. Würde das branchenübliche 17- bis 18-Fache angesetzt, läge der NAV fast doppelt so hoch. **■ Kaufen Sie Defama.**

steigen dabei seit Jahren kontinuierlich. Nach Angaben des Statistischen Bundesamts lagen sie im Juli dieses Jahres etwa 10% über dem Basisjahr 2015. Zwar deutet sich angesichts steigender Zinsen ein Erreichen des Nachfragezenits an, weil sich immer weniger Menschen die angebotenen Mieten leisten können. Insgesamt wird das Grundbedürfnis Wohnen, das unabhängig von Konjunktur- und Marktphasen bedient werden muss, weiterhin z. T. ungestillt bleiben. Große Wohnungsverwalter wie Vonovia und Patrizia bleiben daher gefragt.

### Wie hoch ist der Bürobedarf?

Anders als im Wohnungssektor mit seinem strukturell angelegten Wachstumstrend ist die Vermarktbarkeit von Büroimmobilien viel stärker von konjunkturellen Trends

abhängig. Wichtig sind hier neben einer guten Lage in gefragten Städten oder Regionen die solide Ausstattung. Eine gute Infrastruktur, von der Erreichbarkeit über die technische Ausstattung bis hin zu ausreichend Raum für Begegnung und Kommunikation – es gibt viele Gründe, warum Büros mit Merkmalen, die sich jeder Nutzer wünscht, gefragt bleiben. Deshalb stufen wir Immobilienentwickler wie die österreichische UBM Development oder den Bestandsverwalter CA Immo, die die genannten Kriterien bei ihren Bauvorhaben auch noch mit einem umfangreichen ESG-Engagement (Solarpanels, Begrünungsflächen, Ladestationen) kombinieren, weiterhin als chancenreich an. Kritisch sehen wir hingegen hochpreisige Hightech-/Luxusimmobilien in exponierten Innenstadtlagen. Vor allem die nach der deutschen Wiedervereinigung gebauten Gebäude stehen oft bereits am Ende ihres Lebenszyklus. Eine Sanierung, die sich

in Zeiten des Niedrigzinsumfelds über die gängigen Bewertungsmultiplikatoren noch durchaus gerechnet hat, wird in den kommenden Jahren zunehmend teuer und unattraktiv.

Viel wurde in der Vergangenheit darüber spekuliert, ob die Auswirkungen der Pandemie mit dem Trend zur verstärkten Homeoffice-Nutzung die Nachfrage nach Büroimmobilien grundsätzlich absinken lässt. Zahlreiche Studien zu diesem Thema haben bislang meist das Interesse der Auftraggeber widerspiegelt und einen Rückgang der Nachfrage verneint. Auch wir haben keine Glaskugel, um die Trends der kommenden Jahrzehnte ablesen zu können. Allerdings lassen die bisherigen Entwicklungen darauf schließen, dass die Nachfrage grundsätzlich hoch bleiben wird, dabei aber neue Ausprägungen erhält:

### **Gesucht: Gewerbeimmobilien-Spezialisten**

So werden in Zeiten des Wettbewerbs um die Talente (Stichwort: Fachkräftemangel) großzügiger geplante und ausgestattete Büroräume mit einer guten Erreichbarkeit weiterhin gefragt bleiben. Auch neue Konzepte, wie etwa die Schaffung von Büroräumen an neuralgischen Punkten im Speckgürtel der großen Städte, dürften künftig gefragter sein. Schließlich hat nicht jeder Mitarbeiter zuhause optimale Voraussetzungen für die Arbeit im Homeoffice, freut sich aber umgekehrt über wohnortnahe, leicht erreichbare Angebote, die ohne große Staus oder langwierige Zugfahrten zu erreichen sind.

Klar ist, dass Corona nicht spurlos am Büromarkt vorbeigehen wird. Selbst wenn sich der Trend „Raus aus den Innenstädten“ und hin zu großzügiger geplanten Büroflächen in Randlagen fortsetzen wird, so ist die grundsätzliche Nachfrage nach Büroimmobilien aus unserer Sicht weiter ungebrochen. Wichtig bleiben dabei eine gute Auswahl und ein gesunder Mix verschiedener Bereiche. Die Schweizer Ina Invest, die neben ihrem Wohnungsschwerpunkt (52% des Portfolios) auch ein größeres Standbein im Bürosektor (26,5%) ausgebildet hat, das durch kleinere Blöcke im Hotel- und Gewerbe-sektor (jeweils rd. 6%) ergänzt wird, erscheint uns mit

zahlreichen attraktiven Standorten in der Schweiz aussichtsreich aufgestellt.

## Der Goldstandard

Am stärksten von den laufenden Trends gestützt werden Gewerbeimmobilien-Spezialisten, die auf kleine Einzelhandelsobjekte in kleinen und mittleren, aber wachsenden Städten fokussiert sind. Unternehmen wie Defama und FCR Immobilien setzen dabei auf den gezielten Kauf und die langfristige Vermietung von Fachmärkten und kleinen Einkaufszentren in wachstumsstarken Regionen. In der Regel handelt es sich um Ansammlungen von Fachmärkten am Rande von Städten und Gemeinden, bei denen ein Versorger des täglichen Bedarfs (Lidl, Edeka, REWE) mit zugkräftigen Filialisten wie DM, Jysk (früher Dänisches Bettenlager), Matratzen Concord oder Tedi auf einem verkehrsgünstig erreichbaren Terrain konzentriert ist.

Die sorgfältige Auswahl der Mieter sorgt dafür, dass aufkommende Leerstände zügig gefüllt werden können. Da es sich fast ausschließlich um Standorte mit hohen und in der Tendenz steigenden Besucherzahlen handelt, haben die Mieter zumeist ein großes Interesse, in diesen Fachmarktzentren präsent zu sein. Die hohe Bonität der Mieter sorgt für verlässliche, wiederkehrende Cashflows in Form von Mieten, die in vielen Fällen an die Entwicklung der Verbraucherpreise gekoppelt sind. Entsprechend können die derzeit steigenden Kosten zu einem großen Teil direkt weitergegeben werden. Ohne Frage: Dieser Sektor wird weiter zu den Favoriten im deutschen Immobilienbereich gehören.



# OFFENE IMMOBILIENFONDS

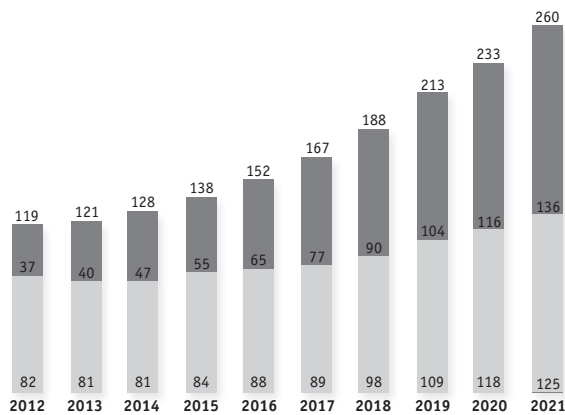
## MEHR CHANCEN, MEHR RISIKEN

Zu den schon bestehenden, coronabedingten Lieferengpässen kommen durch den Krieg in der Ukraine nun weitere Probleme wie steigende Energiepreise, Inflation und eine deutliche Zinswende auf die Immobilienmärkte zu. Gerade für liquide offene Immobilienfonds, die in den letzten Jahren kaum noch gute Objekte gefunden haben, ergeben sich jetzt erste Kaufgelegenheiten. Gleichzeitig aber tauchen Bewertungs- und Finanzierungsrisiken auf. Anleger sollten genau hinsehen und auch Währungsveränderungen im Blick haben.

**I**m Jahr 2021 hat der anhaltende Niedrigzins die Anleger nach wie vor in Immobilienfonds getrieben. Offene Immobilien-Spezialfonds erzielten nach den Erhebungen des Bundesverbandes Investment und Asset Management (BVI) mit netto über 13 Mrd. Euro einen Rekordabsatz. Im Vorjahr waren es etwa 9 Mrd. Euro. Damit haben Immobilien-Spezialfonds ihr Vermögen seit 2011 fast vervierfacht. Das Neugeschäft der Publikumsfonds ging leicht von 8,3 Mrd. auf 7,2 Mrd. Euro zurück. Grund hierfür mag auch sein, dass einige Fondsgesellschaften aufgrund der Schwierigkeiten, geeignete Immobilien zu finden, die Mittelzuflüsse bei einzelnen Fonds kontingentiert haben. Im Ergebnis verwalteten offene Immobilienfonds Ende 2021 aber ein Rekordvermögen von netto 260 Mrd. Euro.

### Verwaltetes Nettovermögen von offenen Immobilienfonds in Mrd. Euro

Quelle: BVI (Spezialfonds dunkel, Publikumsfonds hell)



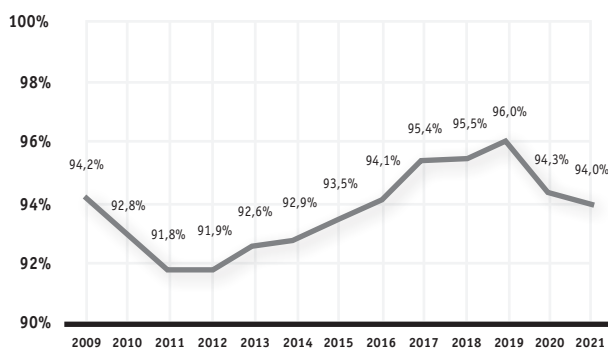
Die eingeworbenen Gelder wurden per Saldo in 2021 auch investiert. Der BVI hat ermittelt, dass offene Immobilienfonds im Jahr 2021 netto Objekte im Wert von rund 20 Mrd. Euro erworben haben. Interessant ist dabei der unterschiedliche regionale Fokus. Bei Publikumsfonds entfällt der Großteil der Transaktionen auf Immobilien im Ausland, bei Spezialfonds auf Objekte in Deutschland. Hinsichtlich der Nutzungsarten setzen sowohl Publikums- als auch Spezialfonds verstärkt auf Wohnimmobilien. Hier herrscht die Erwartungshaltung vor, dass Wohnimmobilien auch in schwierigen Marktphasen stabile Mieterträge liefern und eine gute Ergänzung zum zyklisch geprägten Gewerbeimmobilienmarkt sind.

Deutliche Spuren hat die Pandemie allerdings bei der Vermietungsquote hinterlassen. Von ihrem Höchststand im Jahr 2019 mit durchschnittlich rund 96% ist sie im Jahr 2021

auf 94% gesunken, so das Ergebnis einer Scope-Studie, der 24 offene Publikumsfonds zugrunde liegen. Trotz des Rückgangs sind die Vermietungsquoten aber weiterhin auf einem auskömmlichen Niveau. Zum Vergleich: 2011, als die Fonds noch den Auswirkungen der Finanzkrise ausgesetzt waren, betrug die durchschnittliche Vermietungsquote lediglich 92%. Die Vermietungsquote ist deshalb so wichtig, weil sie einen großen Einfluss auf die Fondsp performance hat. Leerstehende Immobilien erwirtschaften keine Mieterträge, verursachen aber neben den laufenden Bewirtschaftungskosten, die unabhängig vom Vermietungsstand anfallen, auch noch zusätzlich Kosten zum Beispiel für Renovierung und Vermarktung.

### ■ Durchschnittliche Vermietungsquote der offenen Immobilienfonds

Quelle: Scope Fund Analysis (Stand: jeweils 31.12.)



Zu einer größeren Belastung für die Fonds könnten indes die in den vergangenen Jahren angekauften Projektentwicklungen werden. Diese werden in den nächsten Jahren – nach Fertigstellung – in die Fonds übernommen. Die vollständige Vermietung dieser Objekte erfolgt meist erst sukzessive nach deren Fertigstellung. Viele Unternehmen als potenzielle Mieter zögern aktuell allerdings beim Abschluss neuer Mietverträge. Wirtschaftliche Unsicherheit und ein Umdenken hinsichtlich des Flächenbedarfs machen die Neuvermietung komplexer.

### Bewertungsrisiken

Steigende Zinsen, höhere Inflationsraten sowie die Unsicherheit wegen der geopolitischen Situation bergen

Risiken für die Objektbewertung, da die Renditeanforderungen an Immobilien steigen können.

Die Zinswende der Notenbanken sorgt auf den Investmentmärkten für ein Abkühlen der Nachfrage nach Immobilien, weil Alternativen interessanter werden, so die Beobachtung von Esteban de Lope Fend, Geschäftsführer und Leiter Immobilienfondsmanagement bei der Deka. Ferner führten die gestiegenen Finanzierungskosten zu Preisabschlägen. Esteban de Lope Fend geht davon aus, dass die zuletzt erzielten Multiplikatoren nicht mehr erreicht werden. Bei gleichbleibender Miete führt das zu sinkenden Kaufpreisen und eben auch zu einer geringeren Bewertung von Bestandsimmobilien.

Nach Einschätzung der Immobilienexperten der DWS dämpfen gestiegene Bau- und Finanzierungskosten die Aktivitäten auf der Angebotsseite, so dass es trotz sinkender Nachfrage nicht zu einem Überangebot kommt. Dennoch erwartet auch die DWS perspektivisch weitere Preiskorrekturen. Dementsprechend richtet sich der aktuelle Anlagefokus auf resiliente Märkte mit geringem Leerstand und langfristigen Wachstumstreibern. Dazu zählen die europäischen Wohnungsmärkte. Chancen ergäben sich laut DWS auch

**DIE EINGELEITETE ZINSWENDE DER NOTENBANKEN BREMST DIE NACHFRAGE NACH IMMOBILIEN, DA ALTERNATIVANLAGEN INTERESSANTER WERDEN.**

**ABER AUCH ANGEBOOTSSEITIG GEHEN DIE AKTIVITÄTEN ZURÜCK, DA BAU- UND FINANZIERUNGSKOSTEN STEIGEN.**

**EXPERTEN GEHEN DAVON AUS, DASS SOWOHL DIE EUROPÄISCHEN WOHNUNGSMÄRKTE ALS AUCH IMMOBILIEN IN TOPLAGEN VON DEN AKTUELLEN VERWERFUNGEN NUR GERING BETROFFEN SEIN DÜRFTEN.**

aus möglichen Preiskorrekturen bei Büro-, Logistik- und Einzelhandelsobjekten, die noch nachhaltig repositioniert und energetisch unter ESG-Kriterien ertüchtigt werden können. Kan-Am weist darauf hin, dass Bewertung und Kaufpreis eines Objekts immer von der Assetklasse, der Lage und dem Objektzustand abhängig sind und daher sehr individuell ausfallen können.

Im Ergebnis geht KanAm davon aus, dass die Auswirkungen des geänderten Umfelds auf gefragte Nutzungsarten wie z. B. Büro, Logistik oder Wohnen moderat sein werden. Dies gilt insbesondere für Immobilien in sehr guten Lagen. Ältere Objekte mit schlechten ökologischen Leistungskennzahlen würden stärker betroffen sein von evtl. sinkenden Bewertungen und Kaufpreisanpassungen als Prime-Objekte mit Nachhaltigkeitszertifizierungen.

Auch Union Investment Real Estate berichtet von einer spürbaren Zurückhaltung der Investoren und einem dementsprechend sinkenden Transaktionsvolumen. Viele Verkäufer verlangten derzeit noch die Preise von gestern für die Produkte von morgen und deshalb dauerten die Verhandlungen aktuell länger, so die Erfahrungen der Immobilienexperten bei Union Investment. Andererseits seien attraktive Flächen in gut angebundener Lage,

die zugleich nachhaltig sowie modern und flexibel gestaltbar sind, weiterhin sehr gefragt und die Preise bisher stabil. Als Konsequenz kauft Union Investment für ihre Fonds nicht um jeden Preis, findet aber dennoch nach wie vor attraktive Opportunitäten.

Eine ähnliche Einschätzung äußert Mario Schüttauf, Fondsmanager des von der Commerzbank-Tochter CRI aufgelegten hausInvest: „Wir erleben eine fortgesetzte Nachfrage nach Top-Immobilien und in der Folge keinen signifikanten Rückgang der Preise für A-Lagen und State-of-the-Art-Objekte.“ Gleichwohl sei an den Märkten eine deutliche Unsicherheit angesichts der Auswirkungen der internationalen Situation sowie Energiekrise spürbar. „Daher verhalten wir uns aktuell etwas zurückhaltend im Ankauf und gehen sehr behutsam und selektiv vor.“ Auch bei Industria Wohnen ist man derzeit abwartend und es wird nur noch sehr selektiv gekauft. „Das Ankaufstempo ist gegenüber 2021 deutlich gesunken, insbesondere weil wir der Meinung sind, dass die Preise weiter nachgeben werden“, so Arnaud Ahlborn, Geschäftsführer der Industria Wohnen GmbH. Die Preise bei Bestandswohnungen seien nach den Beobachtungen von Industria Wohnen in den vergangenen Monaten um vier bis fünf Kaufpreiskfaktoren gesunken. „Wir gehen davon aus, dass wir die Talsohle damit noch nicht erreicht haben. Die Preise werden – zumindest leicht – weiter sinken. Ich rechne noch mit einem Abschlag von zwei bis drei Faktoren“, so Ahlborns Einschätzung.

Bewertungsabschläge sind jedoch vermeidbar, wenn die Mieten – z. B. über Indexklauseln – steigen. Vor diesem Hintergrund erwartet Esteban de Lope Fend bei den offenen Immobilienfonds der Deka insgesamt eine stabile Wertentwicklung. Auch Union Investment weist darauf hin, dass bei Immobilien die Mieten oft mittels indexierter Verträge an die Inflation gekoppelt sind. Die Immobilienmarktsegmente, in denen sich zuverlässig Mieterträge erzielen lassen, bieten einen weitgehenden Inflationsschutz, sofern im Mietvertrag eine entsprechende Mietpreisanpassungsklausel vereinbart wurde. Das ist i. d. R. bei Büro- und Logistikimmobilien der Fall, weniger bei Wohnen.

Der positive Effekt auf die Immobilienwerte durch indexierte Mietverträge funktioniert aber nur, wenn die Bestandsmieter über eine entsprechende Bonität verfügen und sich die höhere Miete auch leisten können. Schlimmstenfalls kommt es zur Mieterinsolvenz, dann erhöht sich das Abwertungspotenzial aufgrund eines möglichen Leerstands oder einer Neuvermietung auf



OFFENE IMMOBILIENFONDS – FREMDKAPITALQUOTEN

Fonds	Stichtag	Fremdkapitalquote*	Restlaufzeit der Zinsfestschreibung				
			<1 Jahr	1-2 Jahre	2-5 Jahre	5-10 Jahre	>10 Jahre
Deka Immobilien Global	30.09.21	21,2%	41,2%	15,8%	38,0%	5,0%	0,0%
DWS grundbesitz global RC	31.03.22	20,5%	17,7%	22,1%	28,1%	32,1%	0,0%
UniImmo: Global	31.03.22	22,1%	27,6%	10,0%	51,9%	10,5%	0,0%
CRI hausInvest	31.03.22	11,7%	67,0%	12,0%	10,3%	5,6%	5,1%
KanAm Leading Cities Invest	31.12.21	27,3%	10,5%	7,8%	57,3%	24,4%	0,0%
Realis Invest Europa	30.09.21	25,0%	0,0%	0,0%	0,0%	100,0%	0,0%
Swiss Life REF (DE)	30.06.21	13,8%	15,7%	35,7%	0,0%	48,6%	0,0%
WestInvest InterSelect	31.03.22	20,9%	39,9%	12,9%	19,3%	27,9%	0,0%
Fokus Wohnen Deutschland	30.04.21	20,6%	23,5%	0,0%	15,0%	50,1%	11,4%
UniImmo: Wohnen ZBI	30.09.21	24,1%	0,0%	0,0%	3,0%	97,0%	0,0%
Wertgrund WohnSelect D	28.02.22	9,9%	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.
Habona Nahversorgung D	31.03.22	19,6%	k. A.	k. A.	k. A.	100,0%	k. A.

\* gesetzliche Höchstgrenze: 30%; Quellen: jew. letzter verfügbarer Jahresbericht

Die Zeiten, in denen die Fondsrendite durch Wertzuschreibungen bei Immobilien („Wertänderungsrendite“) aufgepeppt wurde, sind erst einmal vorbei.

Sehr gelassen beobachtet man bei Habona die aktuelle Situation. Der Anbieter des Habona Nahversorgungsfonds Deutschland ist von der Krisenresilienz der Nachversorgungsimmobiliien überzeugter denn je. Die Mieter des Habona Nahversorgungsfonds Deutschland entziehen sich wie nur wenige Branchen und Sektoren der großen Unsicherheit. Profitierte der Lebensmitteleinzelhandel in der Corona-Krise von wachsender Nachfrage nach qualitativ hochwertigen und teuren Produkten, gelingt den Unternehmen nun die Durchsetzung von Preiserhöhungsrunden in bisher nicht bekanntem Ausmaß, so die Beobachtungen der Habona-Immobilienpezialisten. Die Umsatzsituation

der Mieter bleibe damit auch bei der Normalisierung des Einkaufsverhaltens nach Corona im Aufwärtstrend der vergangenen 15 Jahre. Auch in 2022 werde der Umsatz voraussichtlich deutlich höher liegen als im letzten Vor-Corona-Jahr 2019, prognostiziert Habona und geht ferner davon aus, dass die Möglichkeit, schon kurzfristig die indexierten Mieten an den steigenden Lebenshaltungskostenindex anzupassen, die Immobilienwerte mindestens auf hohem Niveau stabilisieren wird.

### Finanzierungsrisiken

Höhere Zinsen bergen auch Gefahren auf der Finanzierungsseite, weil die Kosten des Fremdkapitals steigen. Die hier betrachteten Fonds sind diesem Risiko in un-

terschiedlichem Maße ausgesetzt, weil sich die Finanzierungsstrukturen der Fonds zum Teil deutlich unterscheiden. Eine sehr niedrige Fremdkapitalquote hat z. B. der Wertgrund WohnSelect D (9,9%), vergleichsweise hoch ist die Quote beim KanAm Leading Cities Invest mit 27,3%. Ein weiterer Aspekt ist die gewählte Zinsbindung. Wer die Zinsen langfristig gesichert hat, ist von dem aktuellen Zinsanstieg nicht betroffen. Auch hier agieren die Fonds sehr unterschiedlich. Beim hausInvest von der Commerz Real sind bei 67% der Darlehen die Zinsen nur für eine Laufzeit von bis zu einem Jahr gesichert. Der Realis Invest Europa hat hingegen bei 100% der Darlehen eine Zinsbindung von fünf bis zehn Jahren. Auf der sicheren Seite ist auch der UniImmo: ZBI. Hier wurden für 97% der Darlehen die Zinsen ebenfalls für fünf bis zehn Jahren gesichert.

Eine gewisse Entlastung kann durch die wieder positive Verzinsung der Liquiditätsreserve kommen. Gelingt es den Fondsmanagern, die seit Jahren negative Verzinsung der Liquidität ins Positive zu drehen, könnten sich die steigenden Zinsen auf der Aktiv- wie Passivseite per Saldo weitgehend ausgleichen und damit keinen oder kaum einen Einfluss auf die Fondsrendite haben.

### Internationale Fonds

Die global investierenden Fonds streben nicht nur eine möglichst breite Diversifikation an, sondern versuchen auch, von regional unterschiedlich verlaufenden Immobilienzyklen zu profitieren. Unter dem Strich hat das bisher allerdings nur bedingt funktioniert, liegen die Renditen der globalen Fonds doch schon seit längerem meist hinter den Fonds mit Fokus Europa oder gar den Wohnimmobilienfonds zurück.

### Deka-Immobilien Global

Der mit rund 6,5 Mrd. Euro volumenstärkste globale Immobilienfonds am deutschen Markt feiert 2022 sein 20-jähriges Bestehen. Er strebt eine möglichst breite Allokation hinsichtlich Nutzungsarten und Standorten an. Die Zielallokation sieht eine Verteilung auf Büro (60-70%), Handel (10-20%), Hotel (10-20%) und Lager/Logistik (5-10%) vor. Bei der regionalen Verteilung liegt der Schwerpunkt mit 40% auf Europa. Weitere Zielgebiete sind Amerika und Asien/Pazifik mit jeweils 30%. Im abgelaufenen Geschäftsjahr hat der Fonds sechs Immobilien erworben und eine verkauft, so dass das Portfolio nun 44 Objekte umfasst. Regionale Schwerpunkte

sind aktuell die USA (14,5%), Australien (13,3%) und Deutschland (10,5%). Zum Ende des vergangenen Geschäftsjahres weist der Deka-ImmobilienGlobal eine Zertifizierungsquote von rund 75% aus, womit der Fonds die bereits hohe Zertifizierungsquote des vorangegangenen Geschäftsjahres um etwa 4% steigern konnte. Die Vermietungsquote lag bei 93,2%, die laufenden Kosten der Fondsverwaltung bei 0,72%. Die bisherige Performance ist überschaubar. Auf Sicht von zwölf Monaten liegt die Wertentwicklung bei 1,5%, in den vergangenen fünf Jahren waren es durchschnittlich 1,8%.

### DWS Grundbesitz Global

Der Fonds hat ein Volumen von etwa 4,4 Mrd. Euro und ist derzeit in 70 Immobilien investiert. Die geografische Verteilung zeigt einen Schwerpunkt in Europa (61,5%), gefolgt von den USA (21,6%) sowie Asien/Pazifik (16,9%). Hinsichtlich der Nutzungsarten dominieren Bürogebäude das Portfolio mit 43,6% gemessen am Jahresmietertrag. Weitere wesentliche Segmente sind Handel/Gastronomie mit 26,6%, Wohnen mit 15,2% und Lager/Logistik mit 7,9%. Im vergangenen Geschäftsjahr hat der Fonds zwei Immobilien erworben und vier Bestandobjekte verkauft. Gerade wurde eine Büroimmobilie in Stockholm veräußert. Der erzielte Verkaufspreis lag rund 30% über dem jüngsten gutachterlich ermittelten Verkehrswert. Die Immobilie aus dem Jahr 2002 war seit 2003 im Bestand. Obwohl sich das Objekt gut entwickelt hat, entsprach es aufgrund seines Alters nicht mehr den modernen Anforderungen, besonders in Bezug auf Nachhaltigkeitkriterien.

Unerfreulich ist die Entwicklung der Vermietungsquote, die mit 88,1% nach wie vor unter der 90%-Marke verharrt. Die laufenden Fondskosten liegen für die Anteilsklasse RC (Retail) bei 1,12%, für die Anteilsklasse IC (Institutionelle) bei 0,66%. Die bisherige Wertentwicklung ist – trotz der schwächelnden Vermietungsquote – im Marktvergleich gut. In den vergangenen zwölf Monaten lag sie bei 2,0% für die Anteilsklasse RC. Auf Sicht von fünf Jahren beträgt die kumulierte Wertentwicklung 11,19%, das sind 2,3% p. a.

### UniImmo: Global

Der 3,7 Mrd. Euro schwere UniImmo: Global ist hinsichtlich der Fondsstrategie ein chancenorientiertes Immobiliensondervermögen, dessen Immobilienportfolio sich perspektivisch in etwa gleichmäßig auf die drei Weltregionen Asien-Pazifik, Europa sowie Nord- und Südamerika



RENDITEKENNZAHLEN OFFENE IMMOBILIENFONDS GLOBAL

	Deka Immobilien Global	DWS grundbesitz global RC	UniImmo: Global
Stichtag	30.09.21	31.03.22	31.03.22
<b>I. Immobilien</b>			
Bruttoertrag	5,3	5,4	5,5
Bewirtschaftungsaufwand	-2,5	-1,1	-1,5
<b>Nettoertrag</b>	<b>2,7</b>	<b>4,2</b>	<b>4,0</b>
Wertänderungen	1,1	2,2	-0,1
Ertragsteuern	-0,5	-0,3	-0,3
Latente Steuern	0,1	-0,8	-0,4
Afa auf Anschaffungsnebenkosten	0,0	-0,5	0,0
<b>Ergebnis vor Darlehensaufwand</b>	<b>3,5</b>	<b>4,8</b>	<b>3,2</b>
<b>Ergebnis nach Darlehensaufwand</b>	<b>3,6</b>	<b>5,6</b>	<b>3,1</b>
Währungsänderungen	-0,5	-0,7	-0,3
<b>Gesamtergebnis Immobilien</b>	<b>3,1</b>	<b>4,9</b>	<b>2,8</b>
II. Liquidität	0,4	-1,8	-0,8
III. Sonstige Kosten	0,0	-0,2	0,0
<b>IV. Ergebnis gesamter Fonds vor Abzug der Fondskosten</b>	<b>2,2</b>	<b>3,1</b>	<b>2,0</b>
<b>V. Ergebnis gesamter Fonds nach Abzug der Fondskosten (BVI-Methode)</b>	<b>1,5</b>	<b>2,1</b>	<b>1,0</b>

Quellen: jeweils letzter verfügbarer Jahresbericht

verteilen soll. Das aktuelle Immobilienportfolio besteht aus 53 Liegenschaften, die gut über Europa (46,2%), Amerika (42,9%) und Asien/Pazifik (11%) verteilt sind. Hinsichtlich der Nutzungsarten stehen Büroobjekte im Fokus. Ergänzt wird das Portfolio durch Shopping-Center, Hotel- und Logistikimmobilien sowie durch die Beimischung weiterer Nutzungsarten wie Wohnen. Derzeit werden rund 52% der Immobilien als Büro genutzt, gefolgt von Hotels (15,9%), Einzelhandel (15,9%), Logistik (13,2%) und Wohnen (2,7%)

Die aktuelle Vermietungsquote von 91,7% soll durch den Ankauf weiterer gut vermieteter Gewerbeimmobilien sowie durch umfassende Vermietungsaktivitäten im Immobilienbestand aufrechterhalten werden. Um dieses Ziel zu erreichen, werden bei Vermietungen auch marktübliche Mietanreize wie mietfreie Zeiten und Ausbaurückstellungen gewährt. Dieser Aufwand belastet zwar kurzfristig die Ertragslage des Fonds, sichert jedoch mittel- und langfristig die Ausschüttungsbasis durch die

Erwirtschaftung von ordentlichen Mieterträgen.

Fondsstrategie und Struktur des Immobilienportfolios können überzeugen. Trotzdem hinkt der Fonds bei der Wertentwicklung der Konkurrenz etwas hinterher. Die Einjahresperformance liegt bei 1,2%, auf Sicht von fünf Jahren ist es ziemlich genau 1% im Durchschnitt.

## Europa-Fonds


Bei den Fonds mit Fokus Europa fällt auf, dass die Fondsmanager bevorzugt in Deutschland investieren. Bei allen vier hier betrachteten Fonds ist Deutschland am höchsten im Portfolio gewichtet. Zweite Auffälligkeit ist, dass die Europa-Fonds schon seit längerem eine bessere Wertentwicklung erzielen als die global investierenden Fonds. Die Ursachen hierfür sind sicherlich vielfältig, klar ist aber, dass die global investierenden Fonds in der jüngeren Vergangenheit regelmäßig Währungsverluste

hinnehmen mussten, die in der Spitze bis zu einem Prozent Fondspersformance gekostet haben. Das könnte sich künftig dank Dollarstärke drehen. Bei den Europa-Fonds gibt es meist keine oder nur sehr geringe Währungsrisiken, z. B. bei Investments in Großbritannien.

## CRI hausInvest

Der hausInvest ist in diesem Jahr 50 geworden und heute einer der größten offenen Immobilienfonds Europas. Im abgelaufenen Geschäftsjahr war das Fondsmanagement wieder sehr aktiv. Es wurden sechs Immobilien neu angekauft und ebenfalls sechs Bestandsobjekte verkauft. Das Portfolio umfasst damit unverändert 153 Objekte. Diese waren zum Ende des Geschäftsjahres über 18 Län-

der und 57 Städte verteilt. Regionale Schwerpunkte sind Deutschland (44,6%), USA (16%), Großbritannien (11,9%) und Frankreich (7,4%). 42,3% der Mietflächen sind der Nutzungsart Office zugeordnet. Der Anteil der Mietflächen für Retail und Gastronomie beträgt 24,8%. Der Hotel-Anteil liegt bei 9,9%, Wohnen kommt auf 7,5%. Die Vermietungsquote liegt mit knapp 94% auf einem recht guten Niveau. Positiv zu bewerten ist auch die durchschnittliche Restlaufzeit der Mietverträge von über sieben Jahren. Ganz im Sinne der Anleger ist auch die Kostenbelastung für die Fondsverwaltung. Sie fällt mit 0,84% pro Jahr vergleichsweise günstig aus. Bei der Finanzierung der Immobilien ist das Fondsmanagement zudem sehr zurückhaltend. Die Fremdfinanzierungsquote, also der Anteil des Kreditvolumens am Verkehrswert

 <b>RENDITEKENNZAHLEN OFFENE IMMOBILIENFONDS EUROPA</b>					
	<b>CRI hausInvest</b>	<b>KanAm Leading Cities Invest</b>	<b>Real IS Invest Europa</b>	<b>Swiss Life REF (DE)</b>	<b>WestInvest InterSelect</b>
Stichtag	31.03.22	31.12.21	30.09.21	30.06.21	31.03.22
<b>I. Immobilien</b>					
Bruttoertrag	4,4	4,2	4,1	4,3	4,3
Bewirtschaftungsaufwand	-1,5	-1,2	-0,5	-0,9	-1,1
<b>Nettoertrag</b>	<b>2,9</b>	<b>3,0</b>	<b>3,6</b>	<b>3,4</b>	<b>3,2</b>
Wertänderungen	1,3	0,8	0,7	1,0	0,5
Ertragsteuern	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3
Latente Steuern	-0,7	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2
Afa auf Anschaffungs- nebenkosten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Ergebnis vor Darlehensaufwand</b>	<b>3,3</b>	<b>3,4</b>	<b>4,1</b>	<b>4,3</b>	<b>3,2</b>
<b>Ergebnis nach Darlehensaufwand</b>	<b>4,3</b>	<b>4,0</b>	<b>5,0</b>	<b>4,4</b>	<b>3,7</b>
Währungsänderungen	-0,2	0,3	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamtergebnis Immobilien</b>	<b>4,1</b>	<b>4,3</b>	<b>5,0</b>	<b>4,5</b>	<b>3,6</b>
II. Liquidität	-0,4	-0,4	-0,1	-0,5	-0,4
III. Sonstige Kosten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>IV. Ergebnis gesamter Fonds vor Abzug der Fondskosten</b>	<b>3,4</b>	<b>3,6</b>	<b>3,7</b>	<b>3,1</b>	<b>3,1</b>
<b>V. Ergebnis gesamter Fonds nach Abzug der Fondskosten (BVI-Methode)</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>

Quellen: jeweils letzter verfügbarer Jahresbericht

der Fondsimmobilien, liegt nur noch bei 11,7% (Vorjahr: 16,9%). Der durchschnittliche Zinssatz, berechnet über alle Kredite, ist hingegen deutlich angestiegen, von 0,7% im Vorjahr auf nunmehr 1,1%. Grund hierfür ist wohl die nach wie vor ganz überwiegend kurze Zinsfestschreibung. Bei 67% (Vorjahr: 74,3%) der Kredite liegt die Zinsfestschreibung unter einem Jahr. Im vergangenen Geschäftsjahr hat der Fonds einen Anlageerfolg von 2,6% erzielt. Auf Sicht von fünf Jahren waren es durchschnittlich 2,2%.

### KanAm Leading Cities Invest (LCI)

Der LCI setzt insbesondere auf Objekte mit der Nutzungsart Büro. Zur Portfoliostreuung und Renditeoptimierung sind aber auch alternative Nutzungsarten möglich. Potenzielle Standorte sind national oder international führende Städte in Deutschland, Europa und Nordamerika. Neben Core-Immobilien an nachgefragten Standorten mit sehr guter Objektqualität, langen Mietvertragslaufzeiten und damit stabilen Erträgen werden auch Core-plus-Objekte mit Wertsteigerungspotenzial beigemischt. Im abgelaufenen Geschäftsjahr wurde das Immobilienportfolio durch acht weitere Ankäufe deutlich erweitert. Ferner wurde ein Gebäude in München verkauft. Die aktuell 40 Fondsimmobilien sind auf 26 Standorte in zehn Ländern verteilt. Investitionsschwerpunkte sind Deutschland (24,1%), Frankreich (20,9%), Spanien (18,7%), Großbritannien (8,9%) und die Schweiz (7,5%). Zum 31.07.22 waren 22 Immobilien im Wert von rund 937 Mio. Euro zertifiziert oder befanden sich in einem Zertifizierungsverfahren. Das entspricht einer Zertifizierungsquote von 77% bezogen auf das gesamte Immobilienvermögen. Nach wie vor sehr stabil ist die Vermietungsquote. Im laufenden Geschäftsjahr ist sie auf mittlerweile 96,8% gestiegen. KanAm sieht den Fonds auch für den Fall anhaltender Inflation gut positioniert. Zum Ende des vergangenen Geschäftsjahres verfügten 96,9% aller Mietverträge über Mietanpassungsklauseln, die einen Inflationsschutz und/oder Marktanpassungen ermöglichen. Unter dem Strich konnte der LCI mit 2,6% erneut einen guten Anlageerfolg einfahren. Auf Sicht von fünf Jahren beträgt die Performance 15,6%, das sind rund 2,9% jährlich.

### Real IS Invest Europa

Der Fonds ist noch sehr jung, er wurde erst im November 2019 aufgelegt. Das noch im Aufbau befindliche Portfolio umfasste zum 30.06.22 schon zehn Immobilien in sechs europäischen Ländern und bietet damit bereits eine gute Diversifikation. Im 2. Quartal 2022 wurden

zwei weitere Kaufverträge abgeschlossen: für einen Neubau in Lissabon und eine Wohnanlage im Großraum von Dublin – das erste Wohninvestment des Real IS Invest Europa. Die Immobilien werden mit ihrer Fertigstellung (Dublin Ende 2022, Lissabon 2023) offiziell in das Eigentum des Fonds übergehen.

Der regionale Schwerpunkt liegt – gemessen am Verkehrswert – mit 33,4% in Deutschland. Es folgen die Niederlande (23,7%), Frankreich (21,7%) und Belgien (9,3%). Bei den Nutzungsarten dominiert die Büronutzung mit einem Anteil von 54,8%. Die zweite wesentliche Nutzungsart Industrie/Logistik kommt auf 22,8%, gefolgt von Handel/Gastronomie mit 15,9% und Kfz-Stellplätze mit 4,2%. Zum Ende des vergangenen Geschäftsjahres lag der Vermietungsstand bei sehr guten 97,7%. Aktuell liegt die Vermietungsquote sogar bei 99%. Die abgeschlossenen Mietverträge haben eine Restlaufzeit von durchschnittlich 6,1 Jahren. Bei dieser Betrachtung wurden allerdings die mieterseitigen Sonderkündigungsrechte nicht berücksichtigt.

Das Unternehmen Real I.S. hat eine verbindliche ESG-Strategie formuliert, die der EU-Offenlegungsverordnung nach Art. 8 genügt. Mindestens 60% der Immobilien im Portfolio (gewichtet nach ihrem Verkehrswert) müssen diese ökologischen Merkmale erfüllen. Ferner verfügen bereits 91,6% der Immobilien über eines der gängigen Nachhaltigkeitszertifikate (BREEM, DGNB), 8,4% befinden sich in der Zertifizierung – eine sehr gute Quote.

Der Fonds erzielte im abgelaufenen Geschäftsjahr einen Anlageerfolg von 2,5%. Die Wertentwicklung seit Auflage beträgt knapp 2,8% p.a.

### Swiss Life REF (DE) European Real Estate Living and Working

Der am 22.12.16 aufgelegte Fonds legt seinen Fokus auf Immobilien der Nutzungsarten Gesundheit und Wohnen (Living) sowie Büro und Einzelhandel (Working). Die Immobilieninvestitionen erfolgen ausschließlich in ausgewählten europäischen Ländern. Ferner berücksichtigt die Anlagestrategie gesellschaftliche Trends wie Urbanisierung, neue Arbeitswelten sowie demografischer und digitaler Wandel. Per 30.06.22 besteht das Immobilienportfolio aus 37 Objekten. Sie befinden sich – gemessen am Verkehrswert – insbesondere in Deutschland (57,2%), Österreich (11%), Frankreich (8,4%), den Niederlanden (8,0%) und Belgien (7,8%). Der Nutzungsartenmix ist strategiegemäß sehr ausgeglichen: Auf Büro entfallen



33,9%, gefolgt von Einzelhandel 29,9%, Wohnen 24,4% und Gesundheit 11,8%.

Bei den jüngsten Neuzugängen handelt es sich um zwei Fachmarktzentren in Flensburg und Biberach an der Riß. Das 2019 fertiggestellte Fachmarktzentrum am östlichen Stadtrand Flensburgs ist aktuell mit sieben Mietern vollvermietet. Die im Jahr 2018 fertiggestellte Liegenschaft in Biberach hat das Erdgeschoss an den Lebensmittelmarkt Edeka Walke vermietet. Darüber befinden sich im ersten und zweiten Obergeschoss elf vollvermietete Wohneinheiten. Eine 321 qm große Bürofläche ist derzeit unvermietet und kann grundsätzlich in Wohneinheiten umgenutzt werden. Der Fonds hat ferner ein Pflegeheim in Bruchsal erworben. Das Seniorenzentrum wird aktuell um einen Neubau im KfW-Effizienzhausstandard 40 erweitert. Im Rahmen dieser Projektentwicklung erfolgt zudem eine umfangreiche Sanierung der Bestandseinrichtung.

Weitere Fondseckdaten sind eine Vermietungsquote von 92,4%, laufende Verwaltungskosten von 1,27% p. a. so-

wie eine Wertentwicklung von 2,6% in den vergangenen zwölf Monaten. Auf Sicht von fünf Jahren beträgt die jährliche Rendite etwa 2,7%.

## Wohnimmobilienfonds

Wohnimmobilienfonds haben einmal mehr die Nase vorn, sie punkten seit Jahren mit attraktiven Renditen. Der Zugang, gerade bei den sehr erfolgreichen Produkten, ist allerdings erschwert. Entweder fordern Emissionshäuser wie z. B. Catella vergleichsweise hohe Mindestanlagensummen (> 100 000 Euro) oder neue Anteilscheine werden nur selten ausgegeben („CashStop“).

## Fokus Wohnen Deutschland

Schwerpunkt des von Industria aufgelegten Fonds sind Investitionen in klassische Wohnangebote, sei es für Familien, Singlehaushalte, junge Leute oder Senioren. Dabei wird Wohnraum in seiner Gesamtheit betrachtet,



### RENDITEKENNZAHLEN OFFENE IMMOBILIENFONDS WOHNEN

	Fokus Wohnen Deutschland	UniImmo: Wohnen ZBI	Wertgrund WohnSelect D
Stichtag	30.04.21	30.09.21	28.02.22
<b>I. Immobilien</b>			
Bruttoertrag	5,2	4,2	3,8
Bewirtschaftungsaufwand	-0,8	-2,3	-1,2
<b>Nettoertrag</b>	<b>4,3</b>	<b>2,0</b>	<b>2,6</b>
Wertänderungen	2,3	0,8	5,0
Ertragsteuern	0,0	0,2	0,0
Latente Steuern	0,0	0,0	-1,0
<b>Ergebnis vor Darlehensaufwand</b>	<b>6,6</b>	<b>3,0</b>	<b>6,5</b>
<b>Ergebnis nach Darlehensaufwand</b>	<b>8,4</b>	<b>3,4</b>	<b>7,0</b>
Währungsänderungen	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamtergebnis Immobilien</b>	<b>8,4</b>	<b>3,4</b>	<b>7,0</b>
II. Liquidität	-0,1	-0,3	-0,6
<b>III. Ergebnis gesamter Fonds vor Abzug der Fondskosten</b>	<b>6,3</b>	<b>2,6</b>	<b>6,4</b>
<b>IV. Ergebnis gesamter Fonds nach Abzug der Fondskosten (BVI-Methode)</b>	<b>4,9</b>	<b>1,5</b>	<b>5,1</b>

Quellen: jeweils letzter verfügbarer Jahresbericht

daher können die Investitionen durch altengerechte Wohnangebote, durch Immobilien, in denen Betreuungs- und Beratungsangebote bereitgestellt werden, sowie Praxen, Läden oder Kindergärten ergänzt werden. Es wird darauf geachtet, dass der Gewerbeanteil sowie der Anteil der wohnnahen Nutzungen jeweils insgesamt 25% der Jahresnettosollmiete des Fonds nicht übersteigen. Als Beimischung sind Stadtteilzentren mit Einkaufsangeboten und Ärztehäuser vorgesehen. Reine Büroimmobilien werden nicht erworben. Mögliche Akquisitionenobjekte können sowohl Bestands- als auch Neubauten sein.

Im Portfolio befinden sich aktuell 2 289 Wohneinheiten und 153 Gewerbeeinheiten. Die Immobilien sind breit über viele Standorte in Deutschland verteilt. Schwerpunkte finden sich im Rhein-Main-Gebiet (27,6%), im Raum Berlin (16,9%), Rhein-Ruhr (15,4%) und Niedersachsen (15,3%). Neben der Hauptnutzung Wohnen (92,7%) gibt es weitere Nutzungsarten wie z. B. Praxis (2,1%), Lager/Sonstiges (2,3%) und Büro (1,2%). Die breite Streuung des Portfolios ist nicht der einzige Vorteil. Das Portfolio überzeugt uns auch mit einer vergleichsweise hohen Vermietungsquote von 97,5%.

In den vergangenen zwölf Monaten hat der Fonds eine Wertentwicklung von 4% erzielt. Erfreulich ist auch die Wertentwicklung in den vergangenen fünf Jahren. Hier kann der Fonds einen Anlageerfolg von starken 4,6% p.a. vorweisen.

### UniImmo: Wohnen ZBI

Die UniImmo: Wohnen ZBI ist mit einem Fondsvolumen von rund 4,8 Mrd. Euro das Flaggschiff unter den Wohnimmobilienfonds. Im Mittelpunkt der Fondsstrategie stehen aktuell Wohnimmobilien in Deutschland wie Wohnhäuser, Wohnanlagen oder gemischt genutzte Geschäftshäuser mit Wohnungen, die sich bevorzugt in städtischen Wohngebieten mit positiver Bevölkerungsentwicklung und erhöhter Nachfrage nach Wohnraum befinden. Im regionalen Fokus der Immobilieninvestitionen liegen deutsche Mittel- und Großstädte sowie Wirtschaftsregionen mit nachhaltigem wirtschaftlichen Entwicklungspotenzial.

Zum Ende des abgelaufenen Geschäftsjahres bestand das Portfolio aus 751 direkt und 243 über Immobilien-Gesellschaften gehaltenen Immobilien. Im Ergebnis liegt eine sehr breite Diversifikation über 14 Bundesländer in Deutschland vor. Ferner wurden die ersten Auslandsinvestitionen in Österreich getätigt. Der Fokus des Immobilienportfolios liegt strategiekonform mit einem Anteil von 98,4% auf der Nutzungsart Wohnen. Die restlichen 1,6% entfallen auf sonstige Einheiten.

Die Vermietungsquote hat noch etwas Luft nach oben. Sie lag per 30.09.21 bei 90,3% und hat sich bis heute nicht verbessert (90,2%). Das Fondsmanagement ist bestrebt, die Vermietungsquote perspektivisch zu steigern. Um dieses Ziel zu erreichen, werden bei Neuvermietungen marktübliche Anreize wie beispielsweise mietfreie Zeiten für die Mieter gewährt. Investitionen in die Modernisierung der Mietflächen und die Durchführung von Schönheitsreparaturen im Rahmen der Vermietung stehen ebenfalls im Fokus.

Weitere Kennzahlen des Fonds sind laufende Verwaltungskosten von 1,1% p.a. sowie eine Wertentwicklung von 1,65% in den vergangenen zwölf Monaten. Auf Sicht von fünf Jahren beträgt die jährliche Rendite 1,95%. Gründe für die eher überschaubare Rendite sind die im Vergleich zu den anderen Wohnimmobilienfonds überdurchschnittlich hohen Bewirtschaftungskosten sowie die unterdurchschnittliche Wertsteigerung der Immobilien.



**WOHNIMMOBILIEN PUNKTEN  
SEIT JAHREN MIT ATTRAKTIVEN  
RENDITEN.**

### Wertgrund WohnSelect Deutschland

Der Fonds hat seit dem Jahr 2020 seine Strategie erweitert und wird in den kommenden Jahren schrittweise auch Projektentwicklungen als Forward-Deals in etablierten Lagen in Deutschland ankaufen. Einen weiteren wichtigen Teil der erweiterten Fondsstrategie bilden darüber hinaus Investitionen in den sozial geförderten Wohnungsbau.

Zum Berichtsstichtag 28.02.22 befanden sich 16 Immobilien mit 2 151 Wohn- und 119 Gewerbeeinheiten im Portfolio. Regionale Schwerpunkte des Portfolios sind Berlin (34,4%) und Köln/Aachen (31,3%). Es folgen Dresden (15,1%), Hamburg (13,1%) und München

(6,1%). Bei den Nutzungsarten dominiert strategiekonform Wohnen (81,7%) vor Handel/Gastronomie (11,4%) und Kfz-Stellplätzen (3,8%).

Die Vermietungsquote lag zum Ende des Geschäftsjahres bei 95,7%, ist aktuell allerdings auf 91,5% gesunken. Die laufenden Verwaltungskosten betragen 1,37% p.a. In den vergangenen zwölf Monaten hat der Fonds eine Wertentwicklung von 3,6% erreicht, in den vergangenen fünf Jahren beachtliche 8,5 % p.a. Zur Einordnung der Wertentwicklung über fünf Jahre muss man wissen, dass der Fonds im Jahr 2018 zahlreiche Immobilien zu außerordentlich guten Preisen verkauft hat. Die 8,5% ergeben sich also nicht nur aus laufenden Erträgen und sollten daher keine falschen Erwartungen für die Zukunft wecken. Gleichwohl ist der WohnSelect Deutschland eine Perle am Markt der Wohnimmobilienfonds.

### Die Nische „Nahversorgung“

Der Habona Nahversorgungsfonds Deutschland ist der einzige Publikumsfonds, der ausschließlich auf Nahversorgungsimmobilien und insbesondere den Lebensmitteleinzelhandel setzt. Mit einem Fondsvolumen von 140 Mio. Euro gehört der Fonds zu den „Zwergen“ im Markt. Das Portfolio besteht aus zwölf Immobilien, verteilt auf sechs Bundesländer. Hinsichtlich der Nutzungsarten liegt der Schwerpunkt mit 81,8% strategiegemäß auf Handel und Gastronomie, wobei knapp 74% auf den Lebensmitteleinzelhandel entfallen. Weitere Nutzungsarten sind Wohnen (8,2%) und Kindertagesstätten (4,6%).

Ein hoher Vermietungsstand von 97,3% in Verbindung mit langlaufenden Mietverträgen bietet die Gewähr für eine gesicherte Einnahmenbasis. So haben gut 65% der Verträge eine Laufzeit von mehr als zehn Jahren und gehen damit über das Jahr 2032 hinaus. Die durchschnittliche Restmietdauer der gewerblichen Immobilien beträgt rund 11,9 Jahre. Positiv zu bewerten ist ferner, dass der Fonds auch im zweiten Pandemiejahr weder nennenswerte Mietausfälle verzeichnete, noch Zugeständnisse in Bezug auf die Mietvertragsinhalte gemacht werden mussten.

Entwarnung kommt auch von der Kreditseite, da sich das Fondsmanagement bei der Zinsbindung für eine langfristige Zinsfestschreibung entschieden hat. Für alle Kredite sind die Zinsen über fünf bis zehn Jahre gesichert. Die durchschnittliche Laufzeit der Kredite beträgt 7,8 Jahre, so dass der Fonds von den steigenden Kreditzinsen aktu-

ell nicht betroffen ist. Der durchschnittliche Kreditzins liegt bei attraktiven 0,88% im Jahr.

Weniger erfreulich ist die Kostenbelastung des Fonds. Diese beträgt – ausgedrückt durch die Total Expense Ratio (TER) – 1,6%, ein im Marktvergleich hoher Wert. In dieser Kostenquote sind die transaktionsabhängigen Vergütungen für den Ankauf von Grundstücken definitionsgemäß noch nicht berücksichtigt. Im Berichtsjahr erhielt die Habona hierfür weitere Entgelte in Höhe von 0,96% bezogen auf das durchschnittliche Fondsvermögen. Summa summarum bietet der Fonds ein interessantes Portfolio mit Nahversorgungsimmobilien in Verbindung mit langlaufenden Mietverträgen und einer günstigen Finanzierungsstruktur. Das Zwischenergebnis ist eine attraktive Immobilienrendite von 6,3%. Die für den Anleger letztlich relevante Fondsrendite wird aber durch die keinen Ertrag bringende Liquiditätshaltung und die überdurchschnittlich hohen laufenden Fondskosten auf nur noch 2,3% gedrückt.

RENDITEKENNZAHLEN FONDS NAHVERSORGUNG	
	Habona Nahversorgung D
Stichtag	31.03.22
I. Immobilien	
Bruttoertrag	4,7
Bewirtschaftungsaufwand	-0,8
<b>Nettoertrag</b>	<b>4,0</b>
Wertänderungen	1,4
Ertragsteuern	0,0
Latente Steuern	0,0
<b>Ergebnis vor Darlehensaufwand</b>	<b>5,4</b>
<b>Ergebnis nach Darlehensaufwand</b>	<b>6,3</b>
Währungsänderungen	0,0
<b>Gesamtergebnis Immobilien</b>	<b>6,3</b>
II. Liquidität	
	-0,6
<b>III. Ergebnis gesamter Fonds vor Abzug der Fondskosten</b>	<b>4,0</b>
<b>IV. Ergebnis gesamter Fonds nach Abzug der Fondskosten (BVI-Methode)</b>	<b>2,3</b>

Quelle: letzter verfügbarer Jahresbericht

# GESCHLOSSENE FONDS SPAREN AN DER ESG-UMSETZUNG

---

2022 ist die Zahl der neuen Fonds gesunken. Auch am Zweitmarkt sinkt das Angebot, wenn auch bei steigenden Preisen für Immobilienfonds. Viele Initiatoren bewerten die (Zins-)Situation neu. Zwar entstehen Chancen für liquide Käufer, die höhere Verzinsung von Alternativenanlagen sorgt aber für neue Konkurrenz. Um noch attraktive Renditen darstellen zu können, wird u. a. an „ESG“ gespart.

**I**m ersten Halbjahr 2022 wurden zwölf Fonds mit einem Emissionsvolumen von insgesamt etwa 600 Mio. Euro von der BaFin zum Vertrieb zugelassen (Stichtag 30.6.). Im Vergleich zum Vorjahreszeitraum stieg das geplante Eigenkapitalvolumen damit laut Scope um 14%, die Anzahl der Fonds sank hingegen um 25%. Die ganz überwiegende Anzahl der Neuemissionen sind Immobilienfonds (8), bei den anderen Angeboten handelt es sich um Private-Equity-Fonds (4). Sechs der acht Immobilienfonds investieren auf dem deutschen und zwei auf dem US-Immobilienmarkt.

**IM 1. HALBJAHR 2022 WAREN GERADE EINMAL ZWEI DER NEU EMITTIERTEN FONDS NACH ART. 8 DER EU-OFFENLEGUNGSVERORDNUNG KLASSIFIZIERT.**

Im Rahmen der gewählten Anlagestrategie spielt die Risikosteuerung eine wichtige Rolle. Risikogemischte Fonds müssen in mindestens drei Objekte investieren oder eine diversifizierte Mieter-

struktur vorweisen. Diese Kriterien erfüllen neun der zwölf neu zugelassenen Publikums-AIF. Dabei sind die Investitionsobjekte aber nicht schon immer von Anfang bekannt. So sind sechs der neun risikogemischten Fonds als Blindpools oder Semi-Blindpools konzipiert. Bei diesen Angeboten stehen zwar die Investitionskriterien schon fest, die Investitionsobjekte sind aber noch nicht oder nur zum Teil angebunden.

Erstaunlich ist, dass von den im ersten Halbjahr 2022 neu emittierten Fonds nur zwei nach Art. 8 der EU-Offenlegungsverordnung ausgestaltet sind. Bei den Immobilienfonds ist das nur beim Patrizia GrundInvest Heidelberg Bahnstadt der Fall. Damit spielt Art. 8 bei der Konzeption von Retail-Fonds nach wie vor kaum eine Rolle. Bereits im Jahr 2021 waren nur drei von 64 neuen Fonds entsprechend klassifiziert. Die Gründe dafür sind vielfältig. So besteht wohl immer noch eine gewisse Unsicherheit in der Umsetzung und beim Reporting. Fonds mit Blind-Pool-Konstruktion

unterliegen zudem einer gewissen Besonderheit. Sie kaufen die Assets gemäß ihrer Investitionsstrategie und in der Regel in Abhängigkeit vom Platzierungsfortschritt. Hier die richtigen Assets zu finden, die ESG-Kriterien ebenso entsprechen wie den angepeilten Renditevorstellungen, findet Scope. Im Vorteil sind Asset Manager, die die Möglichkeit zum „Warehousing“ haben, also kapitalmäßig in der Lage sind, das Asset auf die eigenen Bücher zu nehmen, bevor es, je nach Platzierungsfortschritt, von der Fondsgesellschaft angekauft wird.

Ein wichtiger Aspekt bei ESG-Produkten ist zudem die Budget-Planung für die notwendigen Maßnahmen. Die Liquiditätsreserve ist oft nicht ausreichend für umfangreiche Investitionen. Zusätzlich erforderliche Mittel bei einem ESG-Produkt schmälern die Rendite weiter. Im aktuellen Marktumfeld, das von der noch nicht ausgestandenen Corona-Pandemie, dem Krieg in der Ukraine, knapp zweistelliger Inflation und einem sich ändernden Zinsumfeld geprägt ist, fällt das Thema

Nachhaltigkeit damit weiter zurück. Es besteht die Gefahr, dass in erster Linie Produkte auf den Markt kommen, die sich – zumindest auf dem Papier – gut rechnen. Gut rechnen heißt, eine attraktive laufende Ausschüttung ermöglichen.

Objekte in zentralen Lagen, mit guter Verkehrsanbindung und modernen, hochwertigen Flächen, die darüber hinaus auch noch die aktuellen Nachhaltigkeitsansprüche erfüllen, sind nicht nur rar, sondern auch teuer. Und bei Einkaufsfaktoren jenseits der 30 lässt sich nun mal keine Ausschüttung darstellen, die im Vertrieb gefordert wird, damit ein Produkt platzierungsfähig ist.

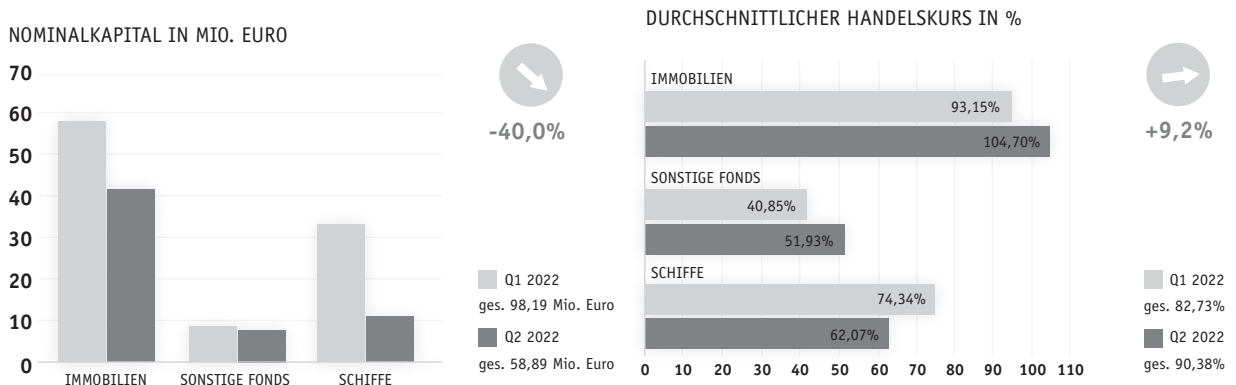
**ANGESICHTS DER AKTUELLEN UNSICHERHEITEN – CORONA, KRIEG, INFLATION, ZINSEN – SPIELT NACHHALTIGKEIT NUR EINE UNTERGEORDNETE ROLLE. EINE ATTRAKTIVE LAUFENDE AUSSCHÜTTUNG SCHEINT FÜR DEN PLATZIERUNGSERFOLG MOMENTAN AUSSCHLAGGEBENDER ZU SEIN.**

### Flaute am Zweitmarkt

Die Deutsche Zweitmarkt AG erfasst kontinuierlich den öffentlich sichtbaren Handel in den Sparten

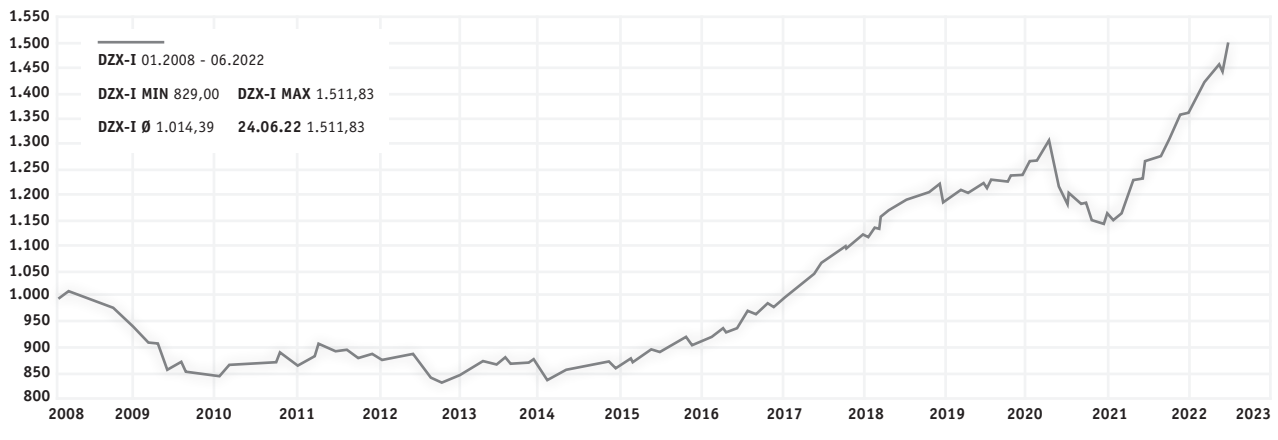
## Entwicklungen am Zweitmarkt für die Sparten Immobilien, Schiffe und sonstige Fonds

Quelle: Deutsche Zweitmarkt AG, Marktbericht Q2 2022



## 📈 DZX-I Deutscher Zweitmarktindex für geschlossene Immobilienfonds

(seit Beginn der Berechnung im Januar 2008); Quelle: Deutsche Zweitmarkt AG



Immobilien, Schiffe und Sonstige Fonds. Im zweiten Quartal 2022 präsentierte sich der Zweitmarkt für geschlossene Fonds vergleichsweise schwach. Das am Markt gehandelte Nominalkapital sank im Vergleich zum ersten Quartal 2022 um 40% auf 58,9 Mio. Euro. Deutlich gestiegen ist dagegen der durchschnittliche Handelskurs über alle Anlageklassen – er lag bei mehr als 90%.

Der größte Umsatzanteil mit fast 70% entfiel wie gewohnt auf Immobilienfonds. Es folgten Schiffsfonds mit über 17% sowie Sonstige Fonds mit knapp 13%. Dabei war die Kursentwicklung sehr unterschiedlich. Während der Durchschnittskurs bei den Schiffsfonds auf 62% zurückging, stieg er bei den Sonstigen Fonds auf knapp 52% an. Auch die Immobilienfonds konnten zulegen. Der Durchschnittskurs stieg um mehr als 12% auf knapp 105%, also über den Ausgabepreis (ohne Agio). Der Deutsche Zweitmarktindex für geschlossene Immobilienfonds (DZX-I) erreichte am 01.07.22 ein neues Allzeithoch von 1 520,97 Punkten. Eine fulminante Entwicklung seit dem Tiefpunkt um die Jahreswende 2021/22 bei etwa 1 150 Punkten.

An den Wertpapierbörsen wurden Aktien aus dem Immobilienbereich wegen sehr viel vorsichtiger bewertet oder gar gemieden. Die Commerzbank weist in ihrem aktuellen „Market Update Real Estate Stocks“ einen Rückgang des EPRA Index Germany um stolze 48% in den vergangenen zwölf Monaten aus. Der Negativtrend traf Gewerbeimmobilien-AGs ebenso wie Wohnimmobilien-AGs und Asset Manager. Erstaunlich sind diese unterschiedlichen Erwartungshaltungen schon. Von 2017

bis Mitte 2021 haben sich beide Indizes sehr ähnlich entwickelt. Ab dann ging es für den EPRA Index Germany nach unten, der DZX-I hat sich hingegen auch im vergangenen Jahr sehr erfreulich entwickelt. Pessimisten an der Börse, Optimisten am Zweitmarkt? Ganz nachvollziehbar ist der Optimismus am Zweitmarkt nicht, wobei dort nach wie vor eine hohe Intransparenz herrscht und offenbar sind die Akteure nach wie vor der Meinung, unterbewertete Beteiligungen finden und kaufen zu können.

## Aktuelle Anlagemöglichkeiten

### d.i.i. Wohnimmobilien Deutschland 2

Die d.i.i. Gruppe wurde 2006 gegründet und versteht sich als Wohnungsunternehmen, das Dienstleistungen von der Modernisierung und energetisch optimierten Bestandsabwicklung über die verantwortungsvolle Privatisierung bis hin zum funktionellen Neubau von Wohnimmobilien anbietet. Im Fokus der Aktivitäten steht der Erwerb von Wohnimmobilien in B-Städten und Mikrolagen großer Metropolen, die über ein hohes Wertsteigerungspotenzial verfügen. Per 31.12.21 verfügt die d.i.i. Gruppe nach eigenen Angaben über Investments in mehr als 65 Standorte und über 11 000 Wohneinheiten. Die Assets under Management haben einen Wert von etwa 3,6 Mrd. Euro.

Der d.i.i. Wohnimmobilien Deutschland 2 investiert sein Kommanditkapital in mindestens zwei Zielgesellschaften in der Rechtsform von Personengesellschaft-

ten. Die Zielgesellschaften dienen dazu, während der Fondslaufzeit Wohnimmobilien zur Erwirtschaftung von Mieterträgen zu erwerben, zu managen und letztlich zu verkaufen. Die Investitionskriterien sind relativ unspezifisch, so dass die Fondsverwaltung einen großen Entscheidungsspielraum hat. Investiert werden muss in Deutschland und dort in zu wohnwirtschaftlichen Zwecken bebaute Grundstücke oder bestehende Wohnimmobilien. Darüber hinaus müssen die Wohnimmobilien mindestens 25 Wohneinheiten und einen Verkehrswert von mindestens zwei Mio. Euro pro Immobilie aufweisen. Die zu erwerbenden Wohnimmobilien und damit die tatsächliche Zusammensetzung des Gesamtportfolios stand bei Prospektherausgabe noch nicht fest („Blind Pool“). Zwischenzeitlich wurden zwei Immobilien in Köln und Dortmund erworben.

Während der Investitionsphase sollen gut 89% des Gesamtvolumens für den Ankauf von Immobilien, Ankaufnebenkosten sowie für Renovierung und Sanierung ausgegeben werden. Die anfänglichen Fondsnebenkosten liegen bei knapp 8%. Weitere Kosten entstehen allerdings auf Ebene der Zielgesellschaften. Vergleichsweise hoch fallen die laufenden Kosten für die Fondsverwaltung aus, sie dürfen jährlich bis zu 1,97% vom durchschnittlichen Nettoinventarwert betragen.

Den Anlegern wird in der Zeichnungsphase eine ergebnisunabhängige jährliche Auszahlung von 2% in Aussicht gestellt. Anschließend ist geplant, eine jährliche Auszahlung von 3% zu leisten. Die Prognoserechnung unterstellt, dass die Zielgesellschaften die Wohnimmobilien zum 31.12.33 verkaufen. Der gesamte Mittelrückfluss soll im Basisszenario 187% betragen. Bei einer Fondslaufzeit von 12,5 Jahren entspricht das einem durchschnittlichen Ertrag von 6,5% – ein durchaus ambitionierter Wert. Auf welchen Annahmen diese Prognose beruht, bleibt weitgehend unklar.

PLATOW-Urteil: d.i.i. ist ein erfahrenes Wohnungsunternehmen, das sicherlich über die Expertise verfügt, ei-

nen Wohnimmobilienfonds zu managen. Wer innerhalb von 12,5 Jahren einen Mittelrückfluss von 187% erzielen will, sollte aber auch in den Verkaufsunterlagen die Karten auf den Tisch legen, ob er das in der Vergangenheit schon einmal geschafft hat und vor allem, wie er das im aktuellen Marktumfeld wiederholen will.

## AUGEN AUF BEIM FONDSPROSPEKT

**WER EINEN HOHEN MITTELRÜCKFLUSS VERSPRICHT, SOLLTE ANGESICHTS DES AKTUELLEN MARKTUMFELDES EIN PLAUSIBLES SZENARIO VORWEISEN KÖNNEN.**

### DFV Hotel Kaiserslautern

Das Investitionsobjekt, das in der Drei-Sterne-Kategorie geführte Hotel „Holiday Inn Express“, wurde im Jahr 2019 errichtet. Es verfügt über 146 Gästezimmer, davon 132 Standardzimmer, 12 barrierefreie Zimmer und zwei rollstuhlgerechte Zimmer. Kaiserslautern ist mit rund 291 000 Übernachtungen im Jahr 2019 als Tertiärstandort einzustufen. Als Tertiärstandort werden Städte mit über 50 000 Einwohnern bezeichnet, die zwischen 150 000 und einer Million Übernachtungen zählen. Die Nachfrage in Kaiserslautern wurde bis 2019

mit rund 80% von Geschäftsreisen dominiert, wobei hiervon rund 75% auf Messe-, Kongress- und Tagungsbesucher und etwa ein Viertel auf das US-Militär entfielen. Die Corona-Pandemie hat die Hotelbranche in Kaiserslautern hart getroffen. So lag die durchschnittliche Auslastungsquote im Anlageobjekt im Jahr 2020 bei 26,6% und im Jahr 2021 bei 36,9%. In den ersten vier Monaten des Jahres 2022 lag die durchschnittliche Auslastungsquote bei 45,8%, wobei die Auslastungsquote von 25,4% im Januar auf 61,1% im April angestiegen ist.

Der Mietvertrag hat eine feste Laufzeit bis zum 04.08.37. Mieterin der Immobilie ist die tristar GmbH. Das in 2011 gegründete Unternehmen mit Sitz in Berlin ist als Franchisenehmerin von internationalen Hotelmarken in Deutschland, Österreich und der Schweiz tätig. tristar wird von einer Wirtschaftsagentur mit einem Bonitätsindex von 251 bewertet (Stand Mai 2022). Der vergebene Indexwert zählt dabei zum Bereich der „mittleren Bonität“ gemäß der Bonitätsklassifizierung der Ratingagentur.

Im Rahmen der Mittelverwendung werden 88,2% für den Erwerb der Immobilie inklusive Nebenkosten verwendet. Die emissionsabhängigen Kosten liegen bei 11,2%. Die jährlichen Kosten für die Fondsverwaltung summieren sich prognosegemäß auf rund 1,6% bezogen auf den Nettoinventarwert, sie dürfen maximal 2,3% p.a. betragen. Gemäß Prognose soll das Anlageobjekt nach einem Halbezeitraum von 15 Jahren veräußert werden. Während der Fondslaufzeit sind jährliche Auszahlungen von 4% vorgesehen, hinzu kommt der geplante Veräußerungserlös von 118%.

PLATOW-Urteil: Der Erfolg des Fonds hängt ganz wesentlich von der erfolgreichen Nutzung

der Immobilie als Hotel sowie der Entwicklung der Mieterträge ab. Darüber hinaus ist entscheidend, dass ein Mieter mit mittlerer Bonität auch in der Lage ist, die Miete dauerhaft zu bezahlen. Ein eher spekulatives Investment.

### PATRIZIA GrundInvest Heidelberg Bahnstadt

Beim Ankauf einer Immobilie achtet Patrizia darauf, eine Auszahlung von jährlich 4% darstellen zu können. Das Marktumfeld in Deutschland und Teilen Europas ist derzeit sicherlich herausfordernd und eine weitere deutliche Zinserhöhung würde die Situation noch verschärfen, so Andreas Heibroek, Geschäftsführer der

Patrizia GrundInvest. Gleichzeitig ergäben sich im momentanen Marktumfeld jedoch auch Chancen und günstige Optionen, die sie als erfahrener und finanzstarker Asset und Investment Manager genau beobachteten, erläutert Heibroek weiter.

Das aktuelle Beteiligungsangebot der Patrizia ermöglicht Anlegern die Investition in eine gemischt genutzte Gewerbeimmobilie in Heidelberg. Das Investitionsobjekt befindet sich im jüngsten Stadtteil Heidelbergs – der Bahnstadt. Es handelt sich um eines der größten Stadtentwicklungsprojekte Deutschlands. Künftig sollen hier

etwa 6 8 0 0 Menschen ein Zuhause und bis zu 6 000 Beschäftigte Arbeit finden.

Die Immobilie wurde in den Jahren 1992/93 errichtet und verfügt über eine vermietbare Fläche von knapp 26 000 qm. Hauptnutzungsarten sind Büro (82%), Fitness (9,0%) und Labor (6,8%). Die Mietflächen sind modern, gut aufteilbar und bieten damit eine hohe Flexibilität und ideale Drittverwendungsfähigkeit. Darüber hinaus liegt eine Bestandszertifizierung (BREEAM) mit einer Gesamtbewertung von „sehr gut“ vor.

Bei Ankauf der Immobilie betrug der Vermietungsstand 92,6%. Die Nutzung erfolgt durch sechs Hauptmieter. Durch die vergleichsweise lange durchschnittliche Mietvertragsrestlaufzeit von etwa acht Jahren besteht eine hohe Ein-

nahmensicherheit. Die Büromieten in Heidelberg sind in den vergangenen Jahren deutlich gestiegen. Im Zeitraum 2015 bis 2021 stieg die Durchschnittsmiete um über 20% von 11,80 Euro/qm auf etwa 14,40 Euro/qm. Die Spitzenmiete hat sich im selben Zeitraum von 15 Euro/qm auf rund 16,80 Euro/qm erhöht. Die durchschnittliche Büromiete im Anlageobjekt liegt bei circa 12,80 Euro/qm.

Die Gesamtfinanzierung sieht ein Volumen von 104,8 Mio. Euro vor. Für den Erwerb der Immobilie inklusive Nebenkosten werden davon 88,1% verwendet. Die emissionsabhängigen Kosten liegen bei etwa 8,8%. Die jährlichen Kosten für die Fondsverwaltung werden mit 1,1% beziffert, ein guter Wert. Gut für den Fonds ist auch, dass die Fremdfinanzierung schon eingedeckt ist. Der attraktive Zinssatz von 1,33% p.a. ist bis 30.11.31 gesichert.

Die Anlagestrategie sieht eine Veräußerung des Anlageobjekts und eine anschließende Fondsliquidation innerhalb bzw. bis zum Ende der Grundlaufzeit der Fondsgesellschaft (31.12.37) vor, wobei z. B. bedingt durch die tatsächlichen Marktverhältnisse auch eine deutlich frühere Veräußerung im Sinne der Anleger möglich ist. Die Konzeption strebt eine durchschnittliche Auszahlung von 4% vor Steuern und einen Gesamtmittehrückfluss von 167,5% an – bei einer Laufzeit bis Ende 2037.

PLATOW-Urteil: Das Objekt befindet sich in einem „lebendigen Quartier“ und bietet eine gute Diversifikation hinsichtlich Nutzungsarten und Mietern. Hinzu kommt die vergleichsweise lange durchschnittliche Restlaufzeit der



Mietverträge und eine günstige Fremdfinanzierung. Die Kalkulation ist plausibel, der Fonds empfehlenswert.

## Project Metropolen 22

Die 1995 gegründete Bamberger Project-Gruppe hat bisher 37 Immobilien- und Immobilienentwicklungsfonds aufgelegt. Mit diesen Fonds wurden rund 1,4 Mrd. Euro eingeworben, die private und institutionelle Investoren eingebracht haben. Aktuell befinden sich mehr als 120 Immobilienprojekte mit einem Verkaufsvolumen von rund 3,5 Mrd. Euro in der Entwicklung. Bei Project wird der Wohnimmobilienmarkt nach wie vor optimistisch eingeschätzt. „Trotz der Leitzinserhöhung der EZB sind Wohnimmobilien weiterhin attraktiv, auch deshalb, weil es keine überzeugenden Anlage-Alternativen gibt. Denn auch mit den derzeitigen Zinssätzen bleibt der Realzins negativ“, so Juliane Mann, Geschäftsführerin der Project Immobilien Wohnen und Gewerbe GmbH.

Verschiebt man beispielsweise den geplanten Kauf einer eigenen Immobilie und wartet ab, verliert das Eigenkapital bei einer Inflation von 7% nach fünf Jahren circa 30% seiner Kaufkraft. Hinzu kommt, dass Projektentwickler aufgrund steigender Zinsen und Baukosten Projekte verschieben oder gänzlich streichen müssen. „Durch diesen Rückgang der Bautätigkeit

reduziert sich das künftige Angebot, was tendenziell preistreibend wirkt. Jetzt zu zögern oder zu warten, kann also noch mehr Geld kosten“, erläutert Mann weiter.

Die konkreten Investitionsobjekte des Project Metropolen 22 stehen noch nicht abschließend fest, allerdings sind zwei mögliche Investitionsobjekte bereits vorselektiert. Die Anlagepolitik besteht in der Auswahl und dem mittelbaren Ankauf von geeigneten Immobilien mit Entwicklungspotenzial, die zu vorwiegend wohnwirtschaftlichen, aber auch gewerblichen/gemischt-genutzten Zwecken nutzbar sind.

Der Fokus liegt auf Immobilien in Deutschland. Die Investitionen finden in mindestens acht

verschiedenen Immobilienentwicklungen und in mindestens drei verschiedenen Metropolregionen statt. Als Metropolregion in diesem Sinn gelten Regionen mit einer Kernstadt als deren Mittelpunkt mit mehr als 200 000 Einwohnern und einem Einzugsbereich im Umland und/oder weiterer Städte mit insgesamt mehr als 500 000 Einwohnern.

Zur Umsetzung der verbindlich geltenden Investitionskriterien darf der nach Kapitalanlagegesetzbuch regulierte Alternative Investmentfonds (AIF) grundsätzlich kein Fremdkapital aufnehmen. Eine Ausnahme ist nur möglich, wenn der Kredit dem Bau von öffentlichen bzw. sozial geförderten

Immobilien, dem Bau von Immobilien im Rahmen energetischer Förderprogramme oder dem Bau von nachhaltigen Immobilien anhand von ESG-Kriterien dient.

Die Laufzeit des Fonds ist befristet bis zum 30.06.32 (Grundlaufzeit). Die anfänglichen Fondskosten betragen knapp 15%, die laufenden Kosten etwa 1,2% des jeweiligen Nettoinventarwertes. Es wurden drei Anteilklassen gebildet, die sich lediglich hinsichtlich der jährlichen Auszahlungen unterscheiden: Anteilsklasse A (vollständige Thesaurierung), Anteilsklasse B (jährliche Auszahlung von 4%) und Anteilsklasse C (jährliche Auszahlung 6% ab dem 36. Monat). Je nach Anteilsklasse variieren die Ergebnisse. Bei der Variante mit der vollständigen Thesaurierung wird im Mid-Case ein Kapitalrückfluss vor Steuern von insgesamt 165% prognostiziert. Wer auf eine jährliche Auszahlung von 4% Wert legt, kommt auf einen Gesamtmitelrückfluss von 150%.

PLATOW-Urteil: Die Project-Gruppe ist ein erfahrener Anbieter, der schon eine Vielzahl von Fonds erfolgreich aufgelegt hat. Die durch Investitionskriterien gesicherte Risikostreuung in mindestens acht verschiedene Immobilienprojekte in unterschiedlichen Metropolregionen mit hoher Wohnraumnachfrage ist wichtig und sinnvoll. Auch der Verzicht auf Fremdkapital reduziert die klassischen Risiken einer Immobilienentwicklung und macht den Fonds damit unabhängiger von Verwerfungen im Bankensektor.

## Wealthcap Immobilien Deutschland 45

Mit einem verwalteten Vermögen von rund 10 Mrd. Euro zählt

**FÜR FONDS, DIE AUF FREMDKAPITAL VERZICHTEN, SIND DIE AKTUELLEN VERWERFUNGEN IM BANKENSEKTOR WENIGER RELEVANT.**

Wealthcap zu den führenden Anbietern geschlossener Sachwertbeteiligungen in Deutschland. Die Anlageklasse Immobilien nimmt dabei mit einem Investitionsvolumen von 6,6 Mrd. Euro und 80 aufgelegten Fonds einen besonderen Stellenwert ein und kennzeichnet das Kerngeschäft von Wealthcap.

Der Immobilien Deutschland 45 hat zum 28.02.22 eine Beteiligung in Höhe von 89,9% an der Objektgesellschaft „Wealthcap Objekt Berlin III GmbH & Co. KG“ erworben. Der Fonds ist somit mittelbar an der im Jahr 2020 erbauten Immobilie PrimeFiftyNine in der so genannten City-West im Stadtteil Charlottenburg beteiligt. Es handelt sich vorwiegend um ein Bürogebäude, welches durch eine Einzelhandelsfläche im Erdgeschoss ergänzt wird. Im rückwärtigen Bereich befinden sich zehn Wohnungen, verteilt über fünf Etagen. Über die gesamte Haltedauer wird ein besonderes Augenmerk auf die Energieeffizienz der Immobilie gelegt. Dazu gehören eine nachhaltige Fernwärmeversorgung, eine energetisch effiziente Bauweise und eine intensiv begrünte Dachfläche.

Hauptmieter mit rund 60% der Gesamtmietfläche ist die Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW), die die Büroflächen für Schulungszwecke nutzt. Der indexierte Mietvertrag hat eine Laufzeit bis Ende Oktober 2030. Die Einzelhandelsfläche von 180 qm wurde von Vodafone

angemietet. Ferner bestehen sechs Wohnraummietverträge. Der Vermietungsstand – bezogen auf die kalkulierte Gesamtmiete – liegt bei 94%. Für leerstehende Flächen übernimmt der Verkäufer allerdings eine dreijährige Mietgarantie, so dass bei wirtschaftlicher Betrachtung Vollvermietung gegeben ist.

Der Kaufpreis der Immobilie beträgt 65 Mio. Euro, er wird anteilig mit 31,15 Mio. Euro Fremdkapital finanziert. Die Fremdkapitalkonditionen sind schon eingedeckt und aus heutiger Sicht ein Schnäppchen. Der Zinssatz von 1,3% p.a. ist für 90% des Darlehens bis zum 30.10.31 gesichert. Die Grundlaufzeit des Fonds endet nicht sehr viel später am 31.12.34. Der prognostizierte Ausschüttungsverlauf sieht eine jährliche Auszahlung von 3% sowie eine Schlusszahlung nach Veräußerung der Immobilie von 102% vor. Die anfänglichen Fondskosten betragen 9,4%, die laufenden Kosten liegen bei lediglich 0,6%.

PLATOW-Urteil: Der Art.8-Fonds investiert in einen nachhaltigen Neubau in Berlin-Charlottenburg. Sicherheit gibt ein staatlicher Mieter, der einen Großteil der gewerblichen Fläche angemietet hat. Der zu 100% indexierte Mietvertrag bietet angesichts der nicht sehr üppigen Ausschüttung immerhin eine gute Grundlage zum Ausgleich einer evtl. anhaltenden Inflation.

## Impressum

PLATOW Verlag GmbH  
Stuttgarter Straße 25  
60329 Frankfurt  
Tel.: 069 242639-0  
Fax: 069 236909  
E-Mail: [info@platow.de](mailto:info@platow.de)  
Internet: [www.platow.de](http://www.platow.de)  
ISBN: 978-3-943145-60-1

Herausgeber: Albrecht F. Schirmacher  
Chefredakteur: Frank Mahlmeister  
Special-Redaktion: Mirko Reipka (Ltg.), Klaus Brune, Michael Bütter, Robert Fanderl, Pierre Kiren, Werner Rohmert  
Anzeigen und Vertrieb: Maureen Grossmann  
Satz, Grafik, Layout: Andrea Diederich, Samuel Hendel  
Bildnachweis Cover: sayuri\_k/AdobeStock, great19/AdobeStock

Kopie/elektronische Verbreitung nur mit ausdrücklicher Genehmigung des Verlags. Empfehlungen sind keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren. Für Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen sowie Vermögensschäden wird keine Haftung übernommen.

Redaktionell abgeschlossen am 10.10.2022.

# ANTRIEB ZUKUNFT



Unter Nachhaltigkeit verstehen wir,  
**heute die Leistungsfähigkeit von  
morgen zu sichern.**

Nachhaltigkeit braucht gezielte Anstöße, damit sie langfristig wirkt. Wie bei einem Perpetuum mobile, das sich nach einem ersten Impuls von außen immer wieder selbst antreibt. Dieses ist zwar fiktiv, dient uns von der DZ BANK aber als Vorbild und Handlungsgrundlage. Wir denken in Kreisläufen und unterstützen unsere Kunden dabei, nachhaltige Veränderungen anzustoßen. Dabei haben wir immer die langfristigen Auswirkungen unseres Handelns im Blick. So sichern wir gemeinsam die Zukunft durch nachhaltige Leistungsfähigkeit. Erfahren Sie mehr über unsere Haltung unter: [dzbank.de/haltung](https://www.dzbank.de/haltung)

**Gestärkt im Markt.**

**Mit Profis an der Seite.**

**Jetzt Partner\*in werden**

## **Rauf auf die Erfolgswelle:**

Werden Sie Partner\*in der ING und geben Sie Ihrer Baufinanzierungsberatung erfrischende Impulse. Mehr Infos auf [ing.de/partner](http://ing.de/partner).