

Frankfurt, im Juli 2023

## **Aktuelle Herausforderungen am gewerblichen Immobilienmarkt – eine Risikoanalyse**

- Rasanter Zinsanstieg erzeugt hohen Druck auf Immobilienpreise
- Transaktionsmärkte weltweit eingebrochen - kapitalmarktnotierte Immobilienunternehmen mit historisch hohem Abschlag auf Net Asset Values
- Vermehrt pauschale Darstellungen mit (scheinbaren) Analogien zur Finanzmarktkrise 2007/08
- Vereinfachende Beurteilung nicht sachgerecht – und führt sogar zu Fehlinterpretationen
- Immobilienwirtschaft derzeit noch weitgehend intakt, aber sehr dynamisch und mit veränderten Risikotreibern
- Differenzierende Betrachtung und funktionierende Risikomanagementsysteme wichtiger denn je

## 1. Wo stehen wir?

„Immobilien-Märkte in der Krise! Transaktionsmärkte am Boden! Finanzmarktkrise 2.0!“ Berichte mit tendenziösen oder vereinfachenden Darstellungen suggerieren eine „Krise“ mit ausschließlich gleichgerichteten Effekten auf den Immobilienmärkten. Zweifelsohne paaren sich aktuell eine Vielzahl von Entwicklungen, die zusammen eine historisch neue Situation darstellen, aber auch differenziert zu betrachten sind.

Die derzeitige Situation trifft in jedem Fall auf einen Immobilienmarkt, der in den letzten 15 Jahren nur eine Richtung kannte: aufwärts! Immobilieninvestments waren am Markt ein knappes Gut und nahezu pauschal erfolgreich. Die vorliegende Analyse stellt die aktuelle Situation in einen langjährigen Kontext und zeigt auf, warum Vergleiche des heutigen gewerblichen Immobilienmarktes zur Finanzmarktkrise 2007/08 nicht halten. Weiter soll diese Analyse eine Orientierung für die wesentlichen wertrelevanten Parameter aufzeigen.

## 2. Entwicklung von LTV und EK Quoten erzeugen ein reduziertes Risikoprofil

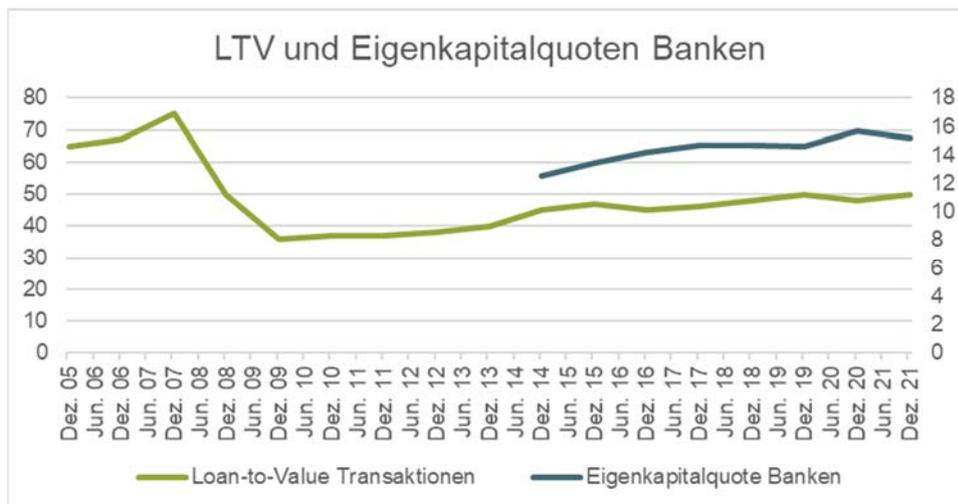


Abbildung 1: Kennzahlen europäischer Banken (Macrobond) / Transaktionen (RCA), in %

Das Bankensystem weist aktuell eine hohe Stabilität aus: Zum einen hat sich in den letzten Jahren die Eigenkapitalausstattung auf rd. 14 – 15 % erhöht. Während der Finanzmarktkrise lag diese in Deutschland teilweise unter 10 %. Gleichzeitig zeigt sich in deutlich niedrigeren LTVs eine vorsichtiger Kreditpolitik. Aufgrund der durchgehend positiven Wertentwicklung seit 2009 sollten die Sicherheitenwerte ein gewisses Maß an stillen Reserven zum ursprünglichen LTV aufweisen.

Auf Banken und auf Fondsebene gibt es deutlich veränderte regulatorische Vorgaben. Insbesondere die reduzierten Finanzierungsquoten sowie die eingeführten Kündigungsfristen bei offenen Immobilienfonds mindern Liquiditäts- und Firesale Risiken spürbar. Dieses mindert in der Folge das Risiko eines hohen Volumens möglicher kurzfristiger Verkäufe mit nicht marktadäquaten Preisabschlägen am Investmentmarkt.

Herausforderungen bestehen grundsätzlich in Finanzierungen außerhalb der Prime-Segmente (sowohl Assetklassen, als auch Märkte), bei Entwicklungen, die aufgrund der anhaltend positiven Marktverfassung zu „optimistisch“ gerechnet und finanziert wurden sowie tendenziell bei Investments, die in der Hochphase der Niedrigzinsphase noch gekauft wurden. In diesen Segmenten ist mit einem Preisrückgang und damit auch einer erhöhten Anforderung an die Sicherheitenstruktur zu rechnen.

### 3. Kapitalmärkte intakt – Renditeabstand zum Zins historisch nicht „atypisch“

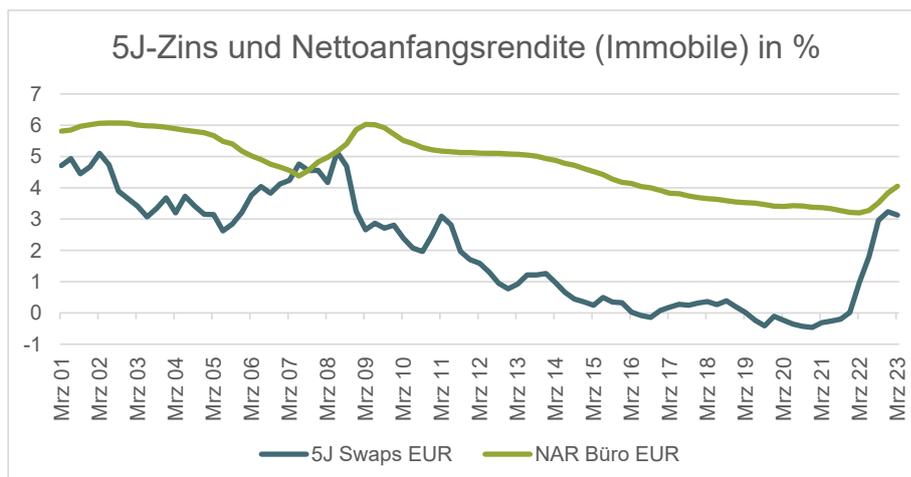


Abbildung 2: Europäische Zinsentwicklung (Macrobond) und Nettoanfangsrenditen (NAR, PMA) im Vergleich

Zinsgetrieben gab es im letzten Jahr die dargestellten Preiskorrekturen am Immobilienmarkt, die sich Yield-getrieben auch in diesem Jahr fortsetzen werden. Damit folgt die Wertkorrektur am Investmentmarkt sehr stark dem inflationsbedingten Interventionseffekt der Notenbanken. Der Druck auf die Bestandsportfolien und auch auf die Sicherheitenwerte von Banken wird durch Bewertungsabstände zu den Spitzenrenditen der letzten Jahre jedoch abgeschwächt.

Zusätzlich risikomindernd wirken sich die erhöhten Einnahmen durch indexierte Mieten aus. Auf mittlere Sicht bleibt abzuwarten wie sich das Zinsniveau und damit auch der Bewertungszins von Immobilien bei potenziell wieder abnehmender Inflation entwickeln wird. Der aktuelle Abstand von Nettoanfangsrendite und 5-Jahres-Zinsen ist – bezogen auf die Nullzinsjahre – ungewohnt niedrig, aber in der langen Historie nicht ungewöhnlich. Die Kapitalmärkte – auch im Interbankenmarkt – sind trotz einzelner geschäftsmodell-bezogener Banken Krisen intakt.

Zusammenfassend erzeugt der 2022 erfolgte und auch für 2023 weiter prognostizierte Zinsanstieg einen starken Druck auf den Investment-Yield. Dieser Effekt wird aber auf Immobilien-Gesamtportfolioebene im Zeitablauf durch einen überproportionalen Zins-Yield-Abstand der letzten 10 Jahre abgemildert.

#### 4. Bewertungszinsanstieg in guten Lagen teilkompensiert durch Mietanstiege

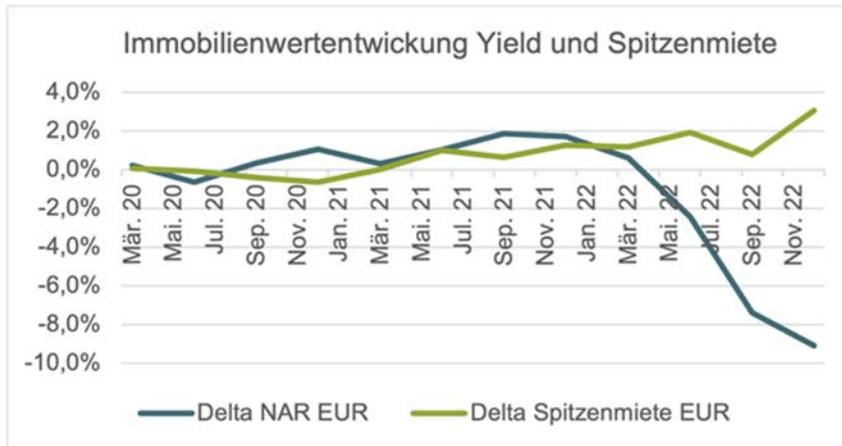


Abbildung 3: Entwicklung Veränderungsrate der Immobilienwerttreiber Nettoanfangsrenditen (NAR) und Spitzenmiete PMA

Die Zinswende hat – wie dargestellt – bereits im zweiten Halbjahr 2022 zu Rückgängen der Bewertungsvervielfältiger und steigenden Spitzenrenditen geführt. Aufgrund der geringen Anzahl an Transaktionen sind die Niveaus dieses Werttreibers allerdings noch schwer zu quantifizieren. Weiter können sie objektbezogen unterschiedlich ausfallen.

Die Kapitalwerte von Büroobjekten gaben 2022 europaweit durchschnittlich um 12 % nach. Im Vergleich zu 2007/08 ist die Wertkorrektur damit auf gesamteuropäischer Ebene etwas reduzierter ausgefallen. Wesentlicher Unterschied zu 2007/8 ist dabei der sich bislang als robust erweisende Mietmarkt. Inflationsbedingt steigende Mieten verhinderten 2022 stärkere zinsinduzierte Wertverluste (vgl. Abbildung 3).

Im Gegensatz zur Finanzmarktkrise 2007/2008 handelt es sich aktuell bisher nicht um eine kombinierte Miet- und Investmentmarktkorrektur. Seinerzeit hatte die stark gestiegene Risikoaversion zunächst zu steigenden Anfangsrenditen geführt. In dieser Folge kam es damals zu einer Verschärfung der Kreditkrise, die zeitverzögert die Realwirtschaft erreichte und eine globale tiefe Rezession auslöste. Auch wenn der private Konsum deutlich zurückgegangen und auch die Auftragslage im Bau eingebrochen ist, kann eine derartige Entwicklung für das aktuelle Umfeld noch nicht abgeleitet werden.

## 5. Mietmarkt intakt – kein Flächenüberangebot

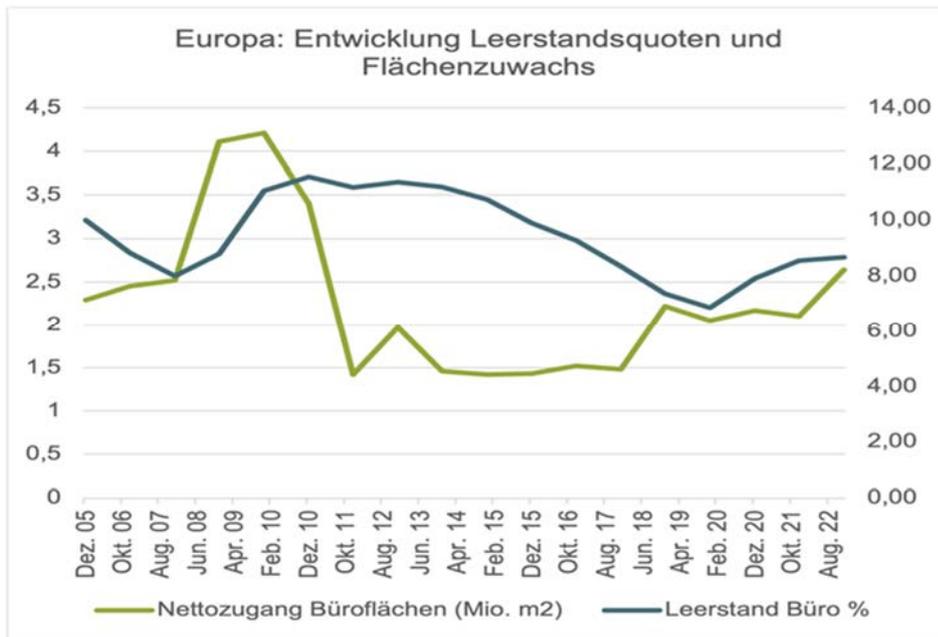


Abbildung 4: Entwicklung der Nettozugang Büroflächen (links) und Leerstandsquote (rechts) PMA

Bezogen auf den Vermietungsmarkt treffen wir nach wie vor auf ein niedriges Angebot bei gleichzeitig niedrigem Leerstand. Dieses Bild unterscheidet sich wesentlich von früheren Dekaden, insbesondere der Finanzmarktkrise. Natürlich können strukturelle Veränderungen der Marktteilnehmer – z. B. ausgelöst durch die Themen Homeoffice und Digitalisierung - zu erhöhten Mieterrisiken führen. Ein möglicher Flächenabbau trifft dabei auf einen Markt mit einer zurückgehenden Projektpipeline. Dieser Effekt verstärkt sich aktuell durch höhere Finanzierungskosten und Gestehungskosten sowie erhöhte regulatorische Anforderungen als in der Vergangenheit.

Damit ist für den Vermietungsmarkt derzeit kein pauschales Risikoszenario erkennbar. Hinsichtlich der Risikobeurteilung sollte jedoch stärker hinsichtlich Lage und Qualität der Assets – sowohl was die Wiedervermietbarkeit als auch mögliche Veräußerungsszenarien betrifft - differenziert werden. Mieter suchen – nach Corona – vermehrt Flächen in besten Lagen und in hoher Bauqualität und hochwertiger Ausstattung. Auch die erhöhten ESG-Anforderungen sind genauso wie die voranschreitende Digitalisierung einer der Treiber hierfür.

## 6. Fazit

Die Fundamentaldaten belegen, dass aktuell keine pauschale „Krisensituation“ – ähnlich der Finanzmarktkrise ausgelöst aus dem Gewerbeimmobilienmarkt - abgeleitet werden kann. Insgesamt befindet sich die wirtschaftliche Entwicklung jedoch in einem deutlich abgeschwächten Modus.

Eine tiefe, europaweite Rezession mit weiteren schwerwiegenden Auswirkungen auf die Realwirtschaft ist derzeit nicht absehbar: Nach wie vor zeigt sich die Realwirtschaft trotz technischer Rezession in Deutschland als robust.

Im Vergleich zur Finanzmarktkrise befinden sich Finanzmärkte und Banken in einer deutlich reduzierten Risikosituation. Der aktuelle Renditeabstand zwischen Nettoanfangsrendite und Refinanzierungszins ist für viele Player ungewöhnlich niedrig, aber historisch betrachtet immer wieder mal temporär anzutreffen. Auch für das aktuelle Jahr wird noch mit einem Yield-Anstieg gerechnet. Die zinsbezogenen Immobilienwertverluste werden dabei durch Mietanstiege teilkompensiert. Es gibt kein Überangebot von Flächen und keine „überbordende Projektpipeline für Büroimmobilien“. Erhöhte Bau- und Finanzierungskosten wirken wertstabilisierend für Bestandgebäude.

Zudem hat sich der Gewerbeimmobilienmarkt in den letzten Jahren deutlich professionalisiert und ist damit resilienter gegenüber wirtschaftlichen Entwicklungen geworden.

Besonders zu beobachten ist eine – im Vergleich zu historischen Krisen – deutlich stärkere Differenzierung von Werten, von Nachfrage und damit letztlich von Preisen hinsichtlich der Lagen und der Qualität der Assets. Die Beurteilungskriterien haben sich nach Corona und Energiewende verschoben. Dieses betrifft auch die Unternehmen, die als Mieter den Cash-Flow der Immobilien sichern. Auch vor diesem Hintergrund werden „Prime“ Immobilien relativ weniger von einem sich abschwächenden Markt betroffen sein. Teilweise werden Sie sich sogar von der allgemeinen Entwicklung entkoppeln. Auf der anderen Seite werden non-prime Immobilien (im Sinne der o. g. Definition) nachfrage- und bewertungsseitig deutlich stärker betroffen sein. Diese erweiterten Differenzierungsmerkmale müssen bei der Investitions- und Risikobeurteilung eine deutlich stärkere Rolle spielen.

Verstärkt wird diese erhöhte Anforderung aus der aktuellen Unsicherheit und auch der geopolitischen Risikosituation. Dieses betrifft insbesondere auch früher fast für unmöglich erachtete Szenarien und Marktverläufe. Damit erhöhen sich die Anforderungen an Risikosysteme, deutlich breitere Szenarien zu betrachten und den sogenannten Erwartungswert durch Maximalverlustszenarien zu ergänzen. Besonderen Fokus hat dabei die permanente Überwachung von potentiellen (neuen) Risikofaktoren auf das eigene Geschäftsmodell.

## **Redaktion**

Michael Eisenmann, Drees & Sommer SE  
Patrick Fritz Hanßmann, Union Investment Real Estate  
Benjamin Klisa, Deka Immobilien GmbH  
Michael Müller, Deloitte GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft  
Prof. Justus Vollrath, PIQON - Portfolio Management Beratung  
Brigitte Walter  
Andreas Wellstein, DekaBank

Eine vollständige Liste der DVFA-Kommissionsmitglieder finden Sie auf der DVFA-Website:

<https://www.dvfa.de/der-berufsverband/kommissionen/immobilien.html>

**DVFA-Kommission Immobilien** Unter Leitung von Professor Dr. Sven Bienert MRICS REV befasst sich ein Kreis von über 40 renommierten Experten und Führungskräften in der DVFA Kommission Immobilien mit Investmentthemen rund um den Immobilienbereich.

Weitere Informationen und Veröffentlichungen unter:

<https://www.dvfa.de/der-berufsverband/kommissionen/immobilien.html>

**DVFA e. V.** Der DVFA e. V. ist die Landesorganisation aller Investment Professionals in den deutschen Finanz- und Kapitalmärkten. Unsere über 1.400 Mitglieder repräsentieren die Vielfalt des Investment- und Risikomanagements in Deutschland. Wir engagieren uns für die Professionalisierung des Investment-Berufsstandes, erarbeiten Standards und fördern den Finance-Nachwuchs. Wir bündeln die Meinung unserer Mitglieder und bringen uns über die DVFA-Gremien in die regulatorische und politische Diskussion ein. Unser Netzwerk bringt Praktiker und Theoretiker sämtlicher Investmentdisziplinen unter dem DVFA-Dach zusammen.

Über EFFAS, den Dachverband der European Analysts Societies, bietet die DVFA Zugang zu einem europaweiten Netzwerk mit mehr als 17.000 Investment Professionals in 26 Nationen. Über ACIIA, die Association of Certified International Investment Analysts, ist die DVFA Teil eines weltweiten Netzwerks von mehr als 60.000 Investment Professionals.

## **Kontakt:**

DVFA e. V.  
Der Berufsverband der Investment Professionals  
Mainzer Landstr. 47 a  
60329 Frankfurt am Main

T: +49 (0) 69 / 50 00 42 30 - 101

E: [sina.haehnchen@dvfa.org](mailto:sina.haehnchen@dvfa.org)